

# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Thuận theo chiều gió



# NỘI DUNG

<b>I. Vĩ mô và chiến lược</b>	<b>3</b>
<b>II. Danh mục khuyến nghị (trung và dài hạn)</b>	<b>19</b>
Phụ lục – Danh mục theo dõi	31



# I



## Vĩ mô và chiến lược



# [Tóm tắt] Vĩ mô và chiến lược

## Điểm nhấn bối cảnh đầu tư toàn cầu

- **Sự đảo chiều của chính sách thắt chặt lãi suất và chính sách vĩ mô thận trọng:** Sau khi tăng lãi suất chính sách thêm 25bps vào tháng 3, biểu đồ Dot Plot cho thấy sự kết thúc chu kỳ tăng lãi suất của Fed đang đến gần. Dự báo bình quân của các quan chức FOMC về tăng trưởng GDP trong năm nay đã giảm một ít (so với dự phóng tháng 12); điều này có nghĩa là bất ổn tài chính về cơ bản được bù trừ bởi sự tăng trưởng GDP tích cực hơn kỳ vọng trước khi có sự sụp đổ của Ngân hàng Silicon Valley Bank và Signature Bank.

## Các chủ đề kinh tế vĩ mô Việt Nam chính

- **Đầu tư công là động lực tăng trưởng quan trọng trong các quý còn lại của năm 2023:** Kinh tế toàn cầu tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức – lạm phát cao và sức cầu suy yếu của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam đã khiến tăng trưởng GDP quý 1 chậm lại. Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ được đẩy mạnh trong quý 2 để tạo động lực tăng trưởng cho cả nền kinh tế.
- **Du lịch sẽ dẫn dắt tăng trưởng bán lẻ:** Trong quý 1, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13,9% YoY, trong đó doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 28,4% YoY, doanh thu du lịch lữ hành tăng 119,8% YoY.
- **Chính sách tiền tệ nới lỏng hơn:** Trong tháng 3, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã ban hành các quyết định cắt giảm các loại lãi suất điều hành, cụ thể: 1) lãi suất tái chiết khấu giảm 100bps (từ 4,5% xuống 3,5%/năm); 2) lãi suất tái cấp vốn giảm 50bps (từ 6% xuống 5,5%/năm); 3) trần lãi suất tiền gửi VND kỳ hạn dưới 1 tháng và kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng giảm 50bps.

## Điểm nhấn đầu tư

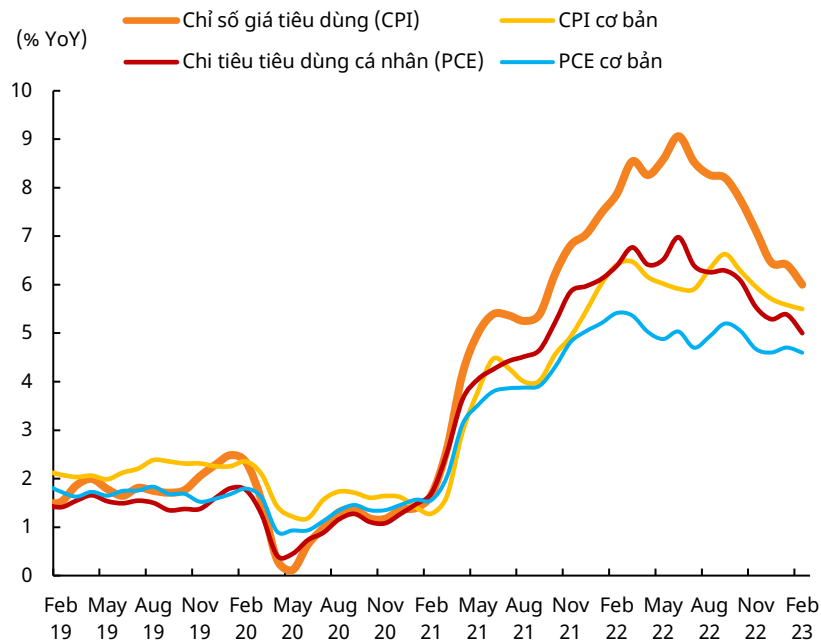
- Giữa những áp lực đến từ thế giới gần đây, chúng tôi vẫn thấy những tia hy vọng: 1) Hy vọng về việc “hạ cánh mềm” cho trái phiếu doanh nghiệp, cũng như cho các nhà phát triển bất động sản đang gặp khó khăn về thanh khoản trong thời gian gần đây; 2) NHNN chủ động nới lỏng chính sách tiền tệ; 3) Động lực tăng trưởng mạnh mẽ đến từ giải ngân đầu tư công, sự trở lại của ngành du lịch và sản xuất trong nước; 4) Dòng vốn nước ngoài tiếp tục quay trở lại trong bối cảnh chỉ số USD giảm và các điều kiện vĩ mô trong nước thuận lợi hơn; 5) Những bất ổn gần đây trong hệ thống ngân hàng toàn cầu, bằng cách nào đó, đã hạ nhiệt.
- Về khía cạnh thận trọng, KQKD quý 1/2023 có thể cho thấy những con số không khả quan. Do đó, những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vẫn là doanh nghiệp hưởng lợi từ đầu tư công, cũng như các ngành nhạy cảm với lãi suất như chứng khoán, bất động sản, xây dựng và ngân hàng.

# 1. Điểm nhấn bối cảnh đầu tư toàn cầu

## Sự đảo chiều của chính sách thắt chặt lãi suất và chính sách vĩ mô thận trọng

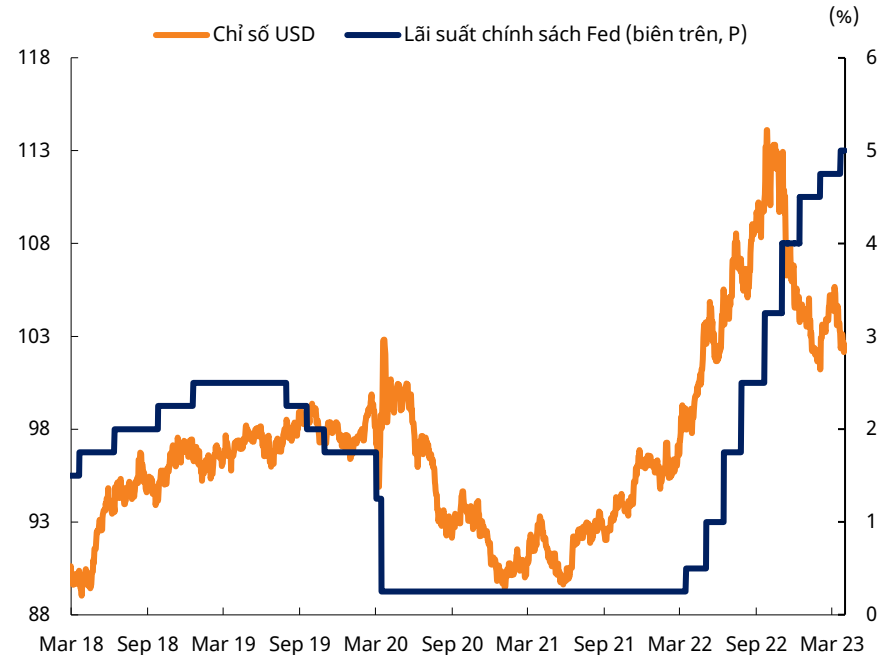
- Sau khi tăng lãi suất chính sách thêm 25bps vào tháng 3, biểu đồ Dot Plot cho thấy sự kết thúc chu kỳ tăng lãi suất của Fed đang đến gần. Trong bản tóm tắt các dự báo từ cuộc họp (Summary of Economic Projections), dự báo bình quân của các quan chức FOMC về tăng trưởng GDP trong năm nay đã giảm một ít (so với dự phóng tháng 12); điều này có nghĩa là bất ổn tài chính về cơ bản được bù trừ bởi sự tăng trưởng GDP tích cực hơn kỳ vọng trước khi có sự sụp đổ của Ngân hàng Silicon Valley Bank và Signature Bank.
- Thị trường đang kì vọng sẽ có thêm một đợt tăng 25bps nữa trong năm 2023, trong đó có kì vọng Fed sẽ không tăng lãi suất trong cuộc họp tháng 5 sắp tới của FOMC.
- Điểm tích cực trong tháng 3 là lạm phát đang hạ nhiệt.** Lạm phát châu Âu đã hạ nhiệt xuống 6,9% trong tháng 3, từ mức đỉnh 8,5% YoY trong tháng hai. Tuy vậy, lạm phát cơ bản vẫn tăng từ 5,6% trong tháng 2 lên 5,7% trong tháng 3. Tương tự ở Mỹ, chỉ số giá tiêu dùng cá nhân (PCE) đã hạ nhiệt trong tháng 2, sau khi tăng bất ngờ vào tháng trước đó – đây là dấu hiệu rất khả quan trong chặn đường dài chống lạm phát của ngân hàng trung ương.

### Mỹ đang trong quá trình giảm phát



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

### Chỉ số USD index đang hạ nhiệt theo kì vọng Fed sẽ ít điều hâu hơn



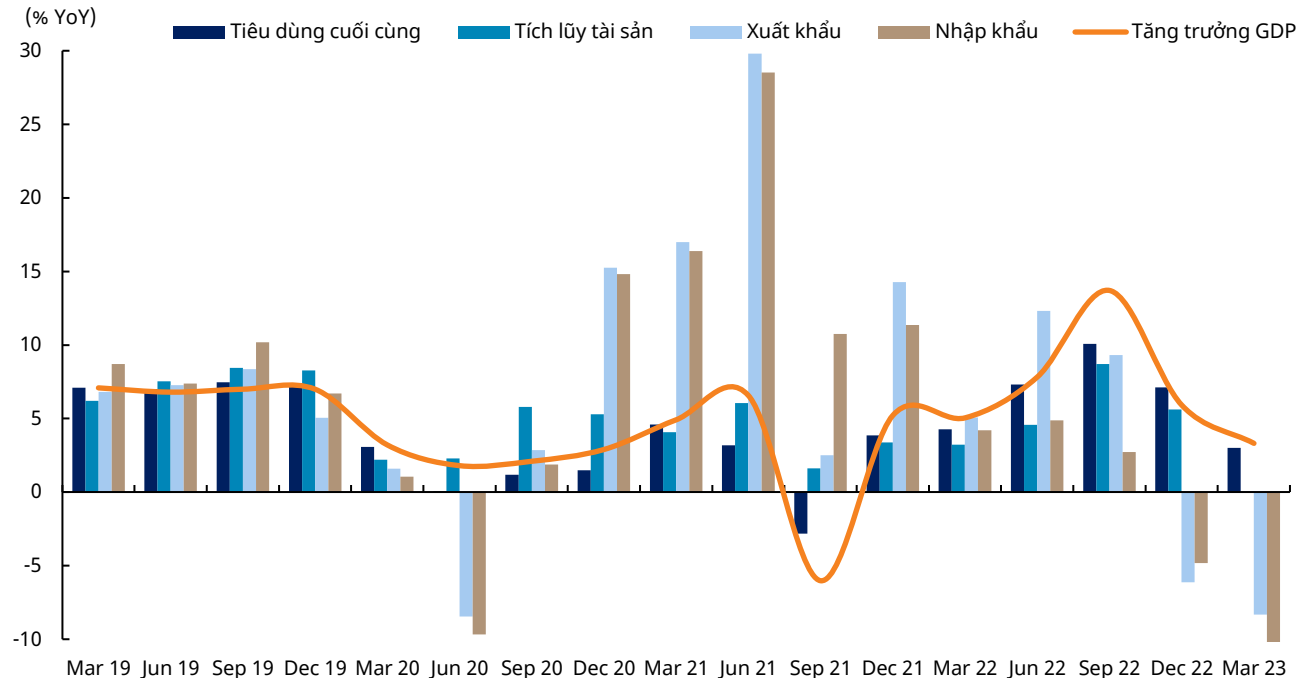
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## 2. Các chủ đề kinh tế vĩ mô Việt Nam

### Tìm kiếm sự ổn định trong bất định

- GDP Việt Nam quý 1 ước tính tăng 3,32% YoY – chỉ cao hơn tốc độ tăng 3,21% của quý 1/2020 trong giai đoạn 2011–2023. Trong quý 1/2023, xuất nhập khẩu giảm mạnh; cụ thể, xuất khẩu giảm 11,9% YoY và nhập khẩu giảm 14,7% YoY. Tuy vậy, điểm tích cực là Việt Nam vẫn duy trì thặng dư thương mại 4,07 tỷ USD trong quý 1/2023.
- Khu vực công nghiệp và xây dựng giảm 0,4% YoY, làm giảm 4,76% trong tăng trưởng chung GDP. Tuy vậy, sản xuất xăng dầu (+20,6% YoY) và sắt thép (+9,2% YoY) vẫn tăng trưởng tốt trong quý 1/2023.
- Trong khi đó, khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản (+2,52% YoY) và Dịch vụ (+6,79% YoY) vẫn duy trì tăng trưởng dương trong quý 1, đóng góp lần lượt 8,85% và 95,91% YoY trong tăng trưởng GDP chung. Trong đó, Nông nghiệp, Lâm nghiệp, Thủy sản tăng trưởng lần lượt đạt 2,43% YoY; 3,66% YoY và 2,68% YoY.
- Với chính sách tiền tệ nới lỏng trong thời gian gần đây của NHNN để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nói chung, cùng với sự hạ nhiệt của lạm phát tại Mỹ và châu Âu, chúng tôi kì vọng ngành công nghiệp và xây dựng, cũng như xuất khẩu sẽ hồi phục kể từ quý 2/2023.**

Mức tăng trưởng GDP quý 1/2023 là mức thấp nhất kể từ quý 3/2022



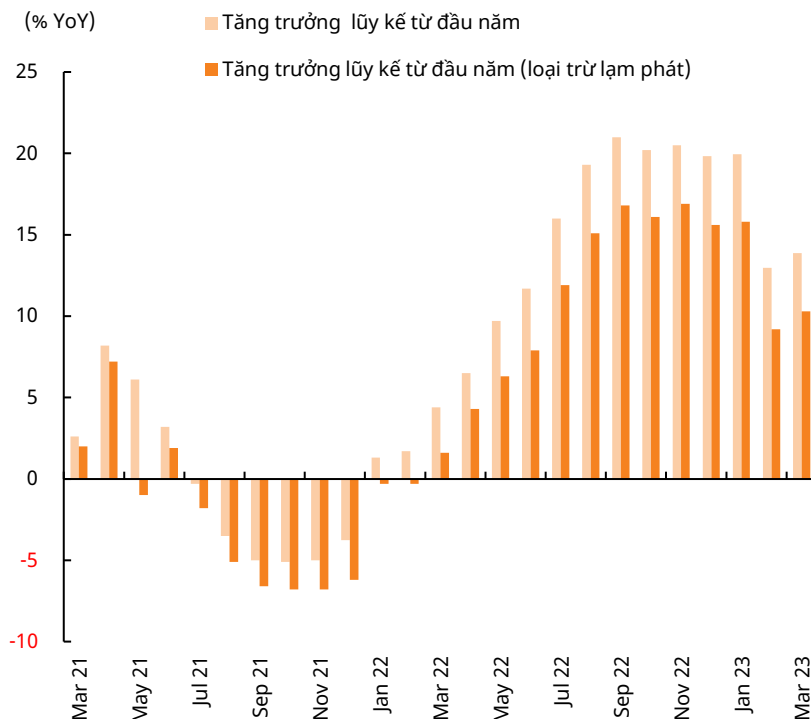
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

### 3. Động lực tăng trưởng kinh tế Việt Nam

#### Du lịch dẫn dắt tăng trưởng

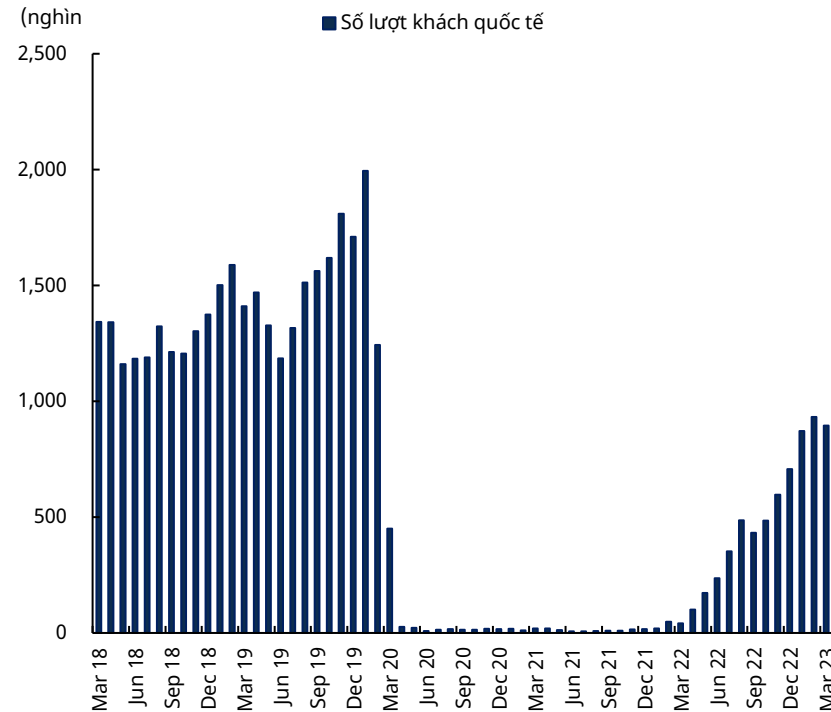
- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 2% MoM và tăng 13,4% YoY trong tháng 3, nhờ vào sự tăng trưởng đáng kể của du lịch. Trong quý 1/2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13,9% YoY; trong đó, doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 28,4% YoY và doanh thu du lịch lữ hành tăng 119,8% YoY.
- Điều này cho thấy hiệu quả của chính sách mở cửa và thúc đẩy du lịch của Việt Nam từ tháng 3/2022 sau giai đoạn dịch Covid.
- Đáng chú ý, trong quý 1/2023, lượng khách du lịch quốc tế ước tính đạt hơn 2,7 triệu lượt người, gấp 29,7 lần YoY nhưng vẫn bằng chỉ 60% so với cùng kỳ năm 2019 – thời điểm trước dịch Covid-19. Vì thế, vẫn còn dư địa cho tăng trưởng du lịch trong năm 2023.

#### Tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng hàng tháng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

#### Du lịch vẫn còn dư địa hồi phục



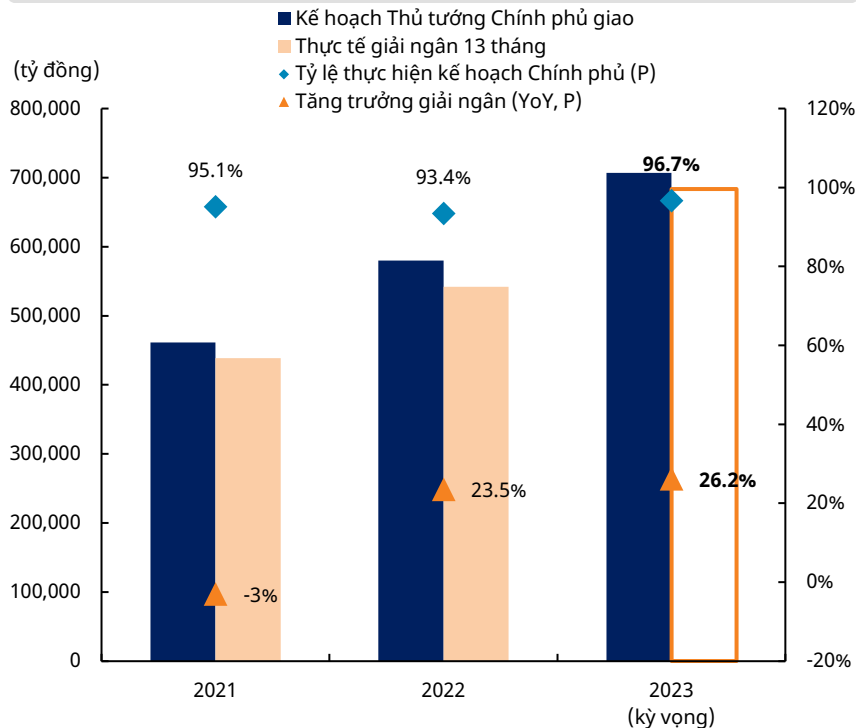
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO

### 3. Động lực tăng trưởng kinh tế Việt Nam (Tiếp theo)

#### Đầu tư công là động lực tăng trưởng quan trọng trong các quý còn lại của năm 2023

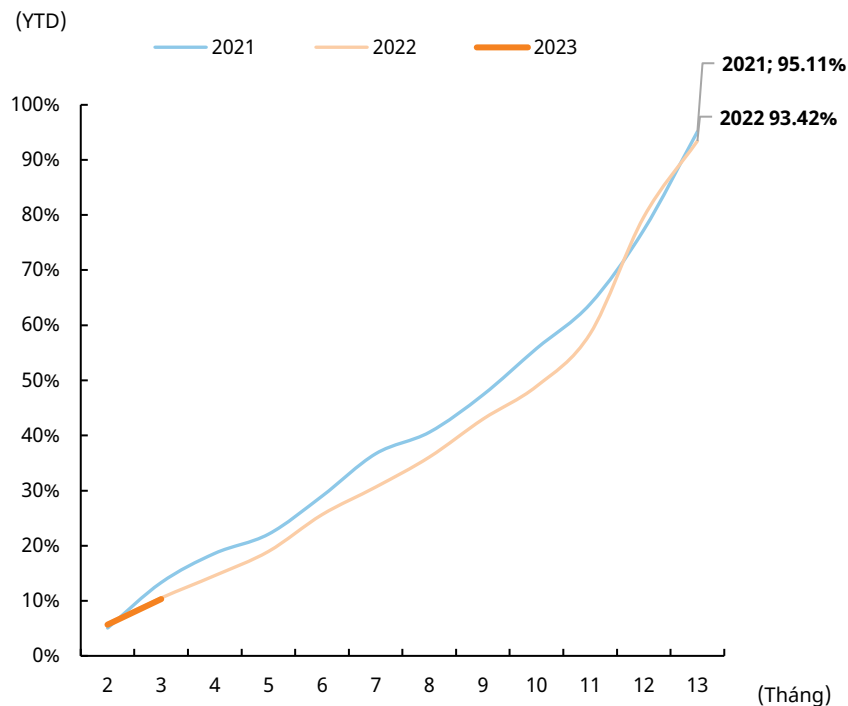
- Kế hoạch đầu tư công của Thủ tướng Chính phủ là 707.044 tỷ đồng; trong đó, tính đến cuối quý 1/2023, đã phân bổ 683.592 tỷ đồng (chiếm 96,7%). Nếu toàn bộ vốn phân bổ được giải ngân, đầu tư công năm 2023 sẽ tăng 26% so với giải ngân trong 13 tháng trong năm 2022. Vốn giải ngân thực tế trong quý 1/2023 ước tính đạt 73.192 tỷ đồng (+20% YoY), chiếm 10,4% tổng kế hoạch của Thủ tướng Chính phủ.
- Kinh tế toàn cầu tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức – lạm phát cao và sức cầu suy yếu của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam đã khiến tăng trưởng GDP quý 1 chậm lại. Vì vậy, chúng tôi cho rằng đầu tư công sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng trong các quý còn lại của năm 2023.
- Chúng tôi kì vọng đầu tư công sẽ được đẩy mạnh và chú trọng trong quý 2/2023 giúp tạo động lực tăng trưởng cho toàn nền kinh tế.

Kế hoạch đầu tư công được đẩy mạnh trong 2023



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MOF  
Ghi chú số liệu kỳ vọng 2023: Giả sử số vốn đầu tư công đã được phân bổ sẽ giải ngân hết.

Tỷ lệ giải ngân đầu tư công so với kế hoạch của Thủ tướng Chính phủ



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MOF.

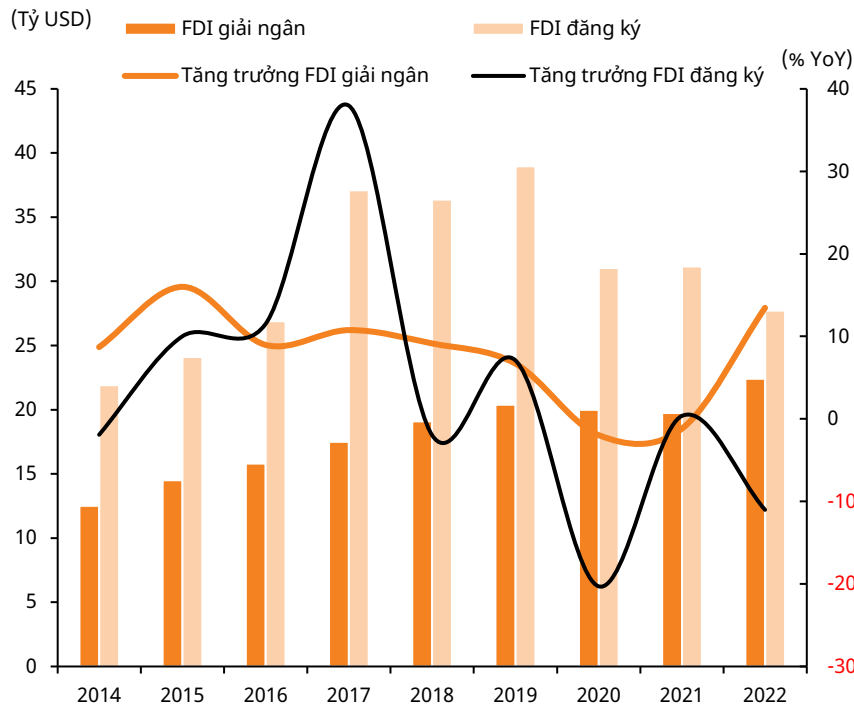


### 3. Động lực tăng trưởng kinh tế Việt Nam (Tiếp theo)

#### Dòng vốn FDI suy yếu

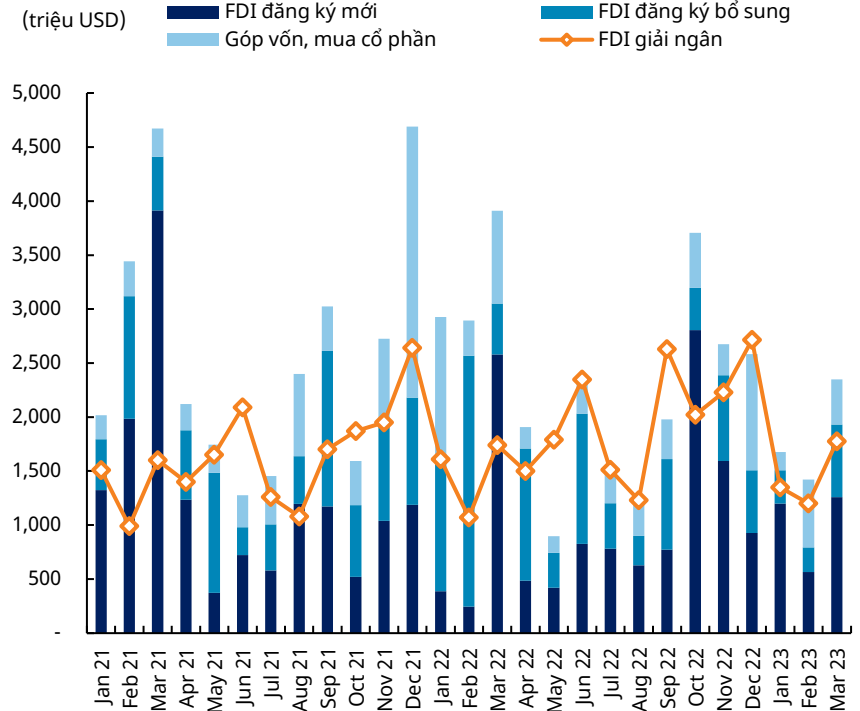
- Theo số liệu của Cục Đầu tư nước ngoài (Bộ Kế hoạch và Đầu tư), tính tới 20/3/2023, tổng vốn FDI đăng ký quý 1/2023 đạt 5,45 tỷ USD (-38,8% YoY). Trong khi đó, vốn FDI giải ngân giảm nhẹ 2,2% YoY, đạt 4,3 tỷ USD.
- Theo chúng tôi quan sát, lạm phát cao và sức cầu suy yếu trên toàn cầu gây khó khăn trong kế hoạch mở rộng kinh doanh của các tập đoàn quốc tế lớn, điều này đã gián tiếp ảnh hưởng đến dòng vốn FDI vào Việt Nam trong quý 1/2023. Với lạm phát hạ nhiệt gần đây và sự đảo chiều của chính sách thắt chặt lãi suất đang diễn ra trên khắp thế giới, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ tốt hơn trong nửa cuối năm 2023.

Vốn FDI đăng ký và giải ngân hàng năm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MPI

Vốn FDI đăng ký và giải ngân hàng tháng



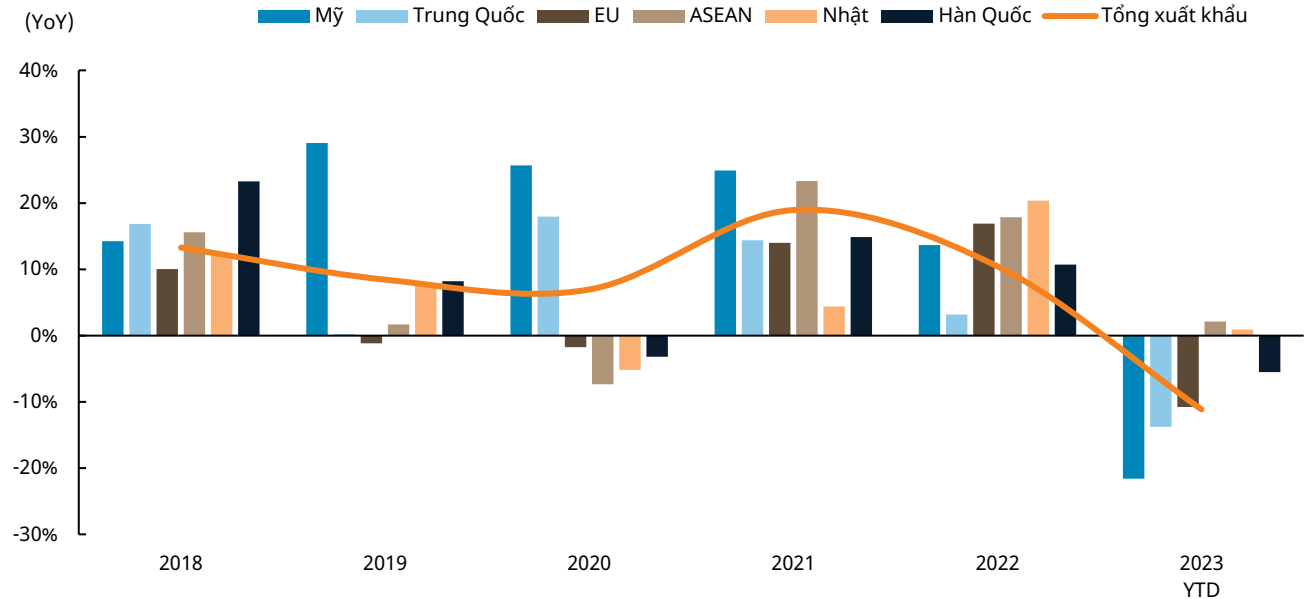
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu MPI

### 3. Động lực tăng trưởng kinh tế Việt Nam (Tiếp theo)

#### Xuất khẩu sụt giảm

- Theo ước tính sơ bộ của Tổng cục Thống kê (GSO), xuất nhập khẩu hàng hóa trong quý 1/2023 đạt 154,27 tỷ USD; trong đó, xuất khẩu đạt 79,17 tỷ USD (-11,9% YoY), nhập khẩu đạt 75,1 tỷ USD (-14,7% YoY). Cán cân thương mại duy trì thặng dư 4,07 tỷ USD.
- Kinh tế thế giới phục hồi chậm cùng với chính sách thắt chặt tiền tệ tại các đối tác thương mại lớn của Việt Nam đã làm giảm nhu cầu tiêu dùng và ảnh hưởng đến xuất nhập khẩu của Việt Nam. Trong các mặt hàng xuất khẩu có giá trị trên 5 tỷ USD, dệt may (-17,4% YoY), điện thoại và linh kiện (-15%), điện tử, máy tính và linh kiện (-10.9%) bị ảnh hưởng nhiều nhất.
- Việt Nam là nền kinh tế phụ thuộc vào xuất khẩu, do vậy rất dễ bị tổn thương khi nhu cầu xuất khẩu chậm lại. Tuy nhiên, nhìn về tương lai, việc mở cửa trở lại và các chương trình kích cầu chủ động gần đây của Trung Quốc được kỳ vọng sẽ là cứu cánh cho xuất nhập khẩu của Việt Nam trong năm 2023.
- Lưu ý về thị trường xuất nhập khẩu hàng hóa trong quý 1/2023, Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất với kim ngạch ước tính đạt 20,6 tỷ USD (-21,6% YoY), tiếp theo là Trung Quốc với 11,5 tỷ USD (-13,8% YoY). Trong khi đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước tính đạt 23,6 tỷ USD (-14,6% YoY).

#### Các đối tác xuất khẩu chính đang đối mặt với nhu cầu tiêu dùng chậm lại



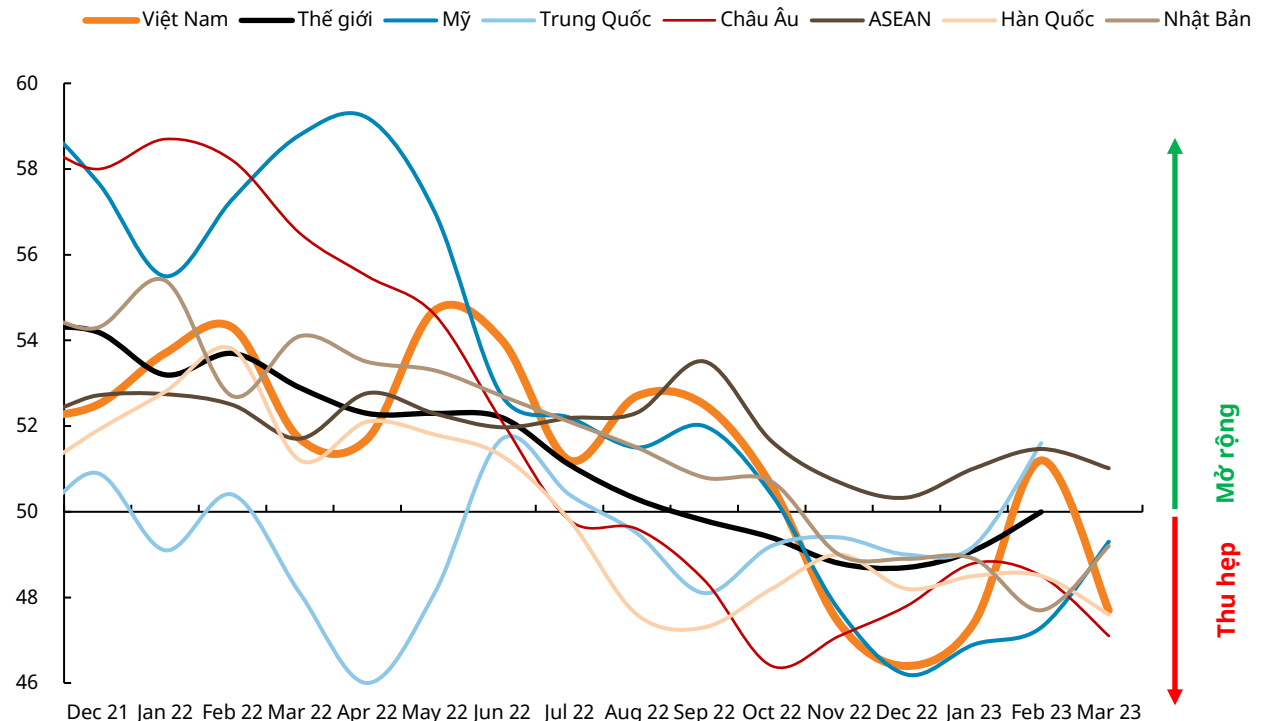
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng cục Hải Quan và GSO Ghi chú: Số ước tính quý 1/2023 do GSO ước tính

### 3. Động lực tăng trưởng kinh tế Việt Nam (Tiếp theo)

#### PMI – Lùi về vùng dưới 50 điểm trong tháng 3

- Theo số liệu từ S&P Global, chỉ số sản xuất PMI của Việt Nam đạt 47,7 điểm trong tháng 3, giảm so với 51,2 điểm của tháng 2. Đây là tháng thứ tư PMI nằm dưới ngưỡng 50 điểm trong năm tháng qua.
- Đáng chú ý, sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới và việc làm đều giảm. Thời gian giao hàng của nhà cung cấp rút ngắn nhiều nhất trong 8 năm. Chỉ số sản xuất PMI cho thấy sự suy giảm các điều kiện kinh doanh vẫn duy trì và việc đà tăng trưởng dừng lại trong tháng 3 nhìn chung đã phản ánh bức tranh tương đối ảm đạm của nhu cầu.
- Cũng có những dấu hiệu cho thấy áp lực lạm phát đã giảm vào cuối quý 1. Mặc dù cước phí của nhà cung cấp tăng khiến chi phí đầu vào tiếp tục tăng, tốc độ lạm phát là chậm nhất kể từ tháng 10 năm ngoái, từ đó kết thúc thời kỳ gia tăng lạm phát chi phí. Tốc độ tăng giá bán hàng là chậm nhất trong thời kỳ tăng giá kéo dài ba tháng gần đây.

Chỉ số PMI sản xuất của các đối tác kinh tế lớn của Việt Nam















Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, Bloomberg cập nhật ngày 3/4/2023

# 4. Việt Nam: Cập nhật lạm phát, tỷ giá, lãi suất

## Áp lực lạm phát đang hạ nhiệt

- Lạm phát của Việt Nam đang có xu hướng giảm trong quý 1/2023. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 1/2023 tăng 4,89% YoY, sau đó giảm xuống +4,31% trong tháng 2 và +3,35% YoY trong tháng 3. CPI bình quân quý 1 tăng 4,18% YoY.
- Theo chúng tôi, việc kiểm soát lạm phát năm 2023 (theo mục tiêu Quốc hội đề ra - 4,5%) là khá thách thức do tác động của các yếu tố sau: 1) Việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ làm tăng nhu cầu về tư liệu sản xuất, hàng tiêu dùng và dịch vụ, gây ra một đợt lạm phát chi phí đẩy khác sẽ ảnh hưởng đến Việt Nam do phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu; 2) Việc điều chỉnh giá các mặt hàng do nhà nước quản lý sẽ tác động mạnh đến CPI (giáo dục, y tế, điện); 3) Chính sách hỗ trợ thuế VAT hết hiệu lực từ đầu năm 2023 (sẽ khiến giá tăng); và 4) Áp lực cầu kéo từ các gói hỗ trợ (nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế) sẽ đẩy giá hàng hóa và dịch vụ tăng cao, gây thêm áp lực lên lạm phát.

Chỉ số lạm phát Việt Nam																	
Lạm phát (% YoY)	Tỷ trọng	Xu hướng	2022												2023		
			T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3
CPI			1.9	1.4	2.4	2.6	2.9	3.4	3.1	2.9	3.9	4.3	4.4	4.5	4.9	4.3	3.4
CPI cơ bản			0.7	0.7	1.1	1.5	1.6	2.0	2.6	3.1	3.8	4.5	4.8	5.0	5.2	5.0	4.9
Lương thực thực phẩm	33.6%		-0.1	-0.2	1.0	1.1	1.3	2.3	3.0	3.3	3.7	5.1	5.2	5.2	6.1	4.3	4.0
Nhà ở và vật liệu xây dựng	18.8%		3.5	0.4	1.7	2.7	2.2	1.5	1.1	1.4	4.4	5.4	6.0	7.1	6.9	7.9	6.7
Giao thông	9.7%		14.5	15.5	18.3	16.6	18.4	21.4	15.2	8.9	6.7	1.8	0.9	-0.2	0.1	-0.2	-4.9
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.7%		1.2	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.9	2.7	2.7
Giáo dục	6.2%		-3.8	-3.3	-3.2	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0	-0.6	8.4	10.6	11.0	11.8	11.6	10.4	8.4
May mặc, mũ nón và giày dép	5.7%		0.9	0.7	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1	2.2	2.3	2.2	2.4	2.8	2.6	2.5
Thuốc và dịch vụ y tế	5.4%		0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Văn hoá, giải trí và du lịch	4.6%		-0.1	0.3	0.5	1.8	2.8	3.4	4.3	4.8	4.8	4.8	5.0	5.0	5.3	4.7	4.7
Bưu chính viễn thông	3.1%		-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.5	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Đồ uống và thuốc lá	2.7%		2.8	2.2	2.6	2.7	3.0	3.2	3.4	3.5	3.4	3.6	3.5	3.8	4.4	3.8	3.7

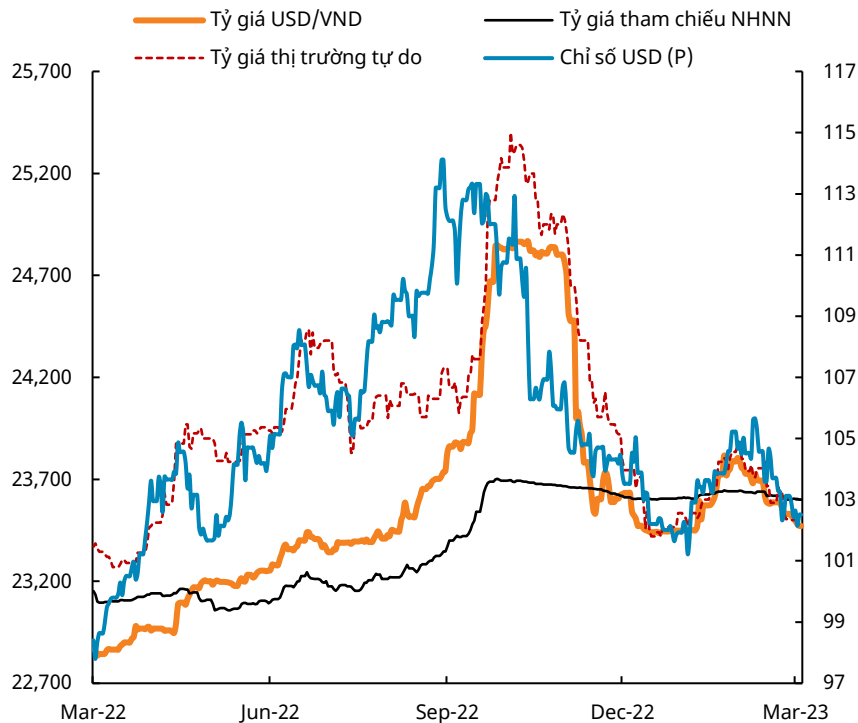
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO  
Ghi chú: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

## 4. Việt Nam: Cập nhật lạm phát, tỷ giá, lãi suất

### Chính sách tiền tệ nới lỏng trong năm 2023

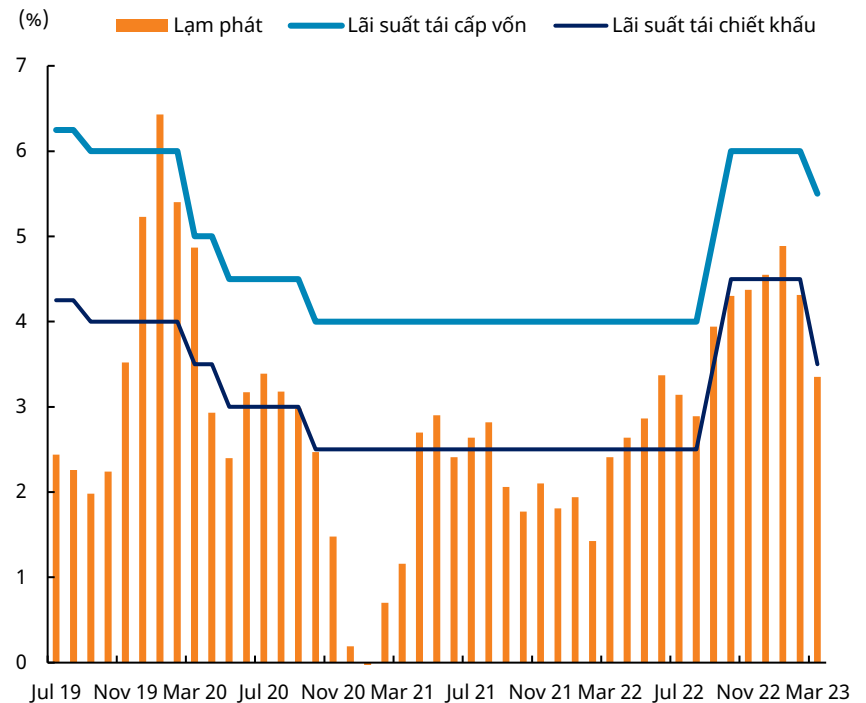
- Trong tháng 3, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ký và ban hành các quyết định cắt giảm lãi suất điều hành, trong đó: 1) Lãi suất tái chiết khấu giảm 100bps (từ 4,5% xuống 3,5%/năm); 2) lãi suất tái cấp vốn giảm 50bps (từ 6% xuống 5,5%/năm); 3) trần lãi suất tiền gửi VND kỳ hạn dưới 1 tháng và kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng giảm 50bps; 4) trần lãi suất cho vay ngắn hạn VND đối với các lĩnh vực ưu tiên giảm 50bps; và 5) lãi suất tiền gửi VND của Kho bạc Nhà nước, Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam giảm 30bps.
- Chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN được đưa ra trong bối cảnh lạm phát của Việt Nam vẫn nằm trong tầm kiểm soát (trung bình năm 2023 là 4,5%) và là một phần trong nỗ lực không ngừng của chính phủ nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nói chung và tháo gỡ các trở ngại cho cả doanh nghiệp và người dân.

Tỷ giá USD/VND giảm khi chỉ số USD hạ nhiệt



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

NHNN cắt giảm lãi suất khi lạm phát ở mức thấp nhất trong 7 tháng

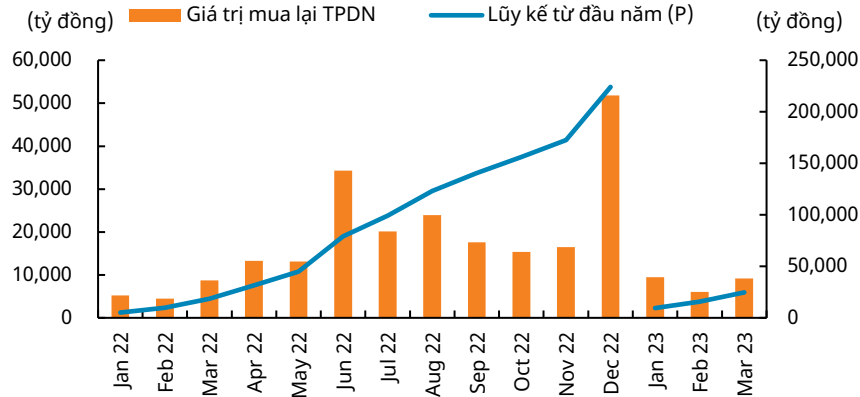


Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

# 5. Những chính sách quan trọng gần đây của Việt Nam

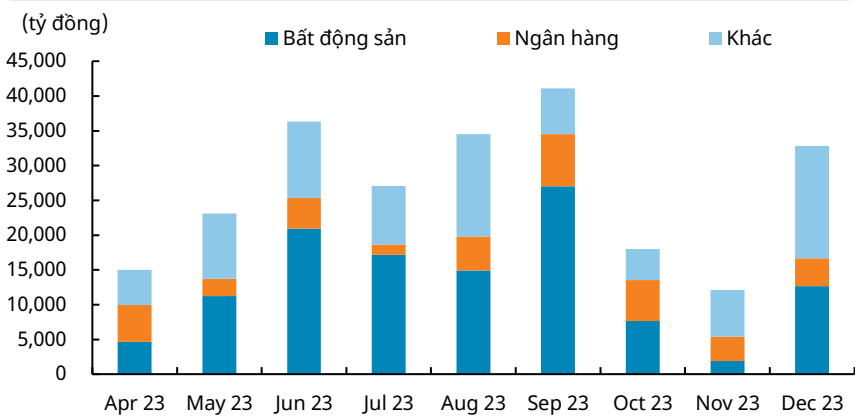
## Hy vọng “hạ cánh mềm” cho trái phiếu doanh nghiệp và các doanh nghiệp bất động sản

### Các công ty tích cực mua lại trái phiếu trước hạn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu VBMA đến ngày 24/3/2023

### Giá trị đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp các tháng sắp tới



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu VBMA

### Nỗ lực không ngừng của chính phủ kì vọng mang lại hy vọng “hạ cánh mềm” cho trái phiếu doanh nghiệp và các doanh nghiệp bất động sản



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

## 6. Thị trường chứng khoán Việt Nam

### Tìm kiếm sự ổn định

- Tháng ba vừa qua đầy rẫy những “cơn gió ngược” toàn cầu. Sự sụp đổ của Silicon Valley Bank and Signature Bank, cùng với việc Ngân hàng First Republic và Credit Suisse bên bờ vực sụp đổ đã gây ra một đợt bán tháo cổ phiếu ngân hàng toàn cầu. Trước tình hình bất lợi đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã quyết định cắt giảm lãi suất điều hành hai lần liên tiếp trong tháng 3 (và đây là động thái cắt giảm lãi suất đầu tiên sau hai năm). Theo nhiều chuyên gia kinh tế, đây là hành động chủ động và quyết đoán, có thể là tín hiệu cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ.
- Nhờ quyết định chủ động của NHNN và những nỗ lực không ngừng của Chính phủ nhằm hỗ trợ ổn định và tăng trưởng kinh tế, VN-Index vẫn tăng tốt trong tháng 3 (+3,9% MoM) so với các thị trường chứng khoán khác trong khu vực như Thái Lan (-0,8%), Malaysia (-1,7%), Indonesia (-0,6%) và Philippines (-1,3%).

### Tổng quan chứng khoán toàn cầu

Thị trường	Chỉ số	Giá đóng cửa	Vốn hóa (tỷ USD)	Vốn hóa (USD) từ 2022	Biến động giá					P/E (x)	
					1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm	TTM	2023F
Việt Nam	VNINDEX	1,064.6	181		3.9%	5.7%	-6.0%	-11.1%	-28.7%	13.9	13.9
Mỹ	SPX	4,109	35,812		3.5%	7.0%	14.6%	8.6%	-9.3%	19.7	17.4
MSCI thị trường phát triển	MXWO	2,791	59,573		2.8%	7.3%	17.4%	9.6%	-8.6%	17.6	14.1
MSCI thị trường mới nổi	MXEF	990	19,711		2.7%	3.5%	13.1%	-1.0%	-13.3%	12.6	12.8
MSCI thị trường cận biên	MXFM	484	310		0.5%	2.4%	1.0%	-6.5%	-20.4%	9.7	16.4
Hàn Quốc	KOSPI	2,477	1,453		2.7%	10.8%	14.9%	6.2%	-10.2%	12.6	7.4
Nhật Bản	NKY	28,041	3,681		2.4%	7.5%	8.1%	6.2%	0.8%	23.1	8.1
Trung Quốc	SHCOMP	3,273	6,920		-0.1%	5.9%	8.2%	-3.7%	0.6%	14.3	9.9
Đài Loan	TWSE	15,868	1,623		2.6%	12.2%	18.2%	7.0%	-10.3%	13.4	14.9
Ấn Độ	SENSEX	58,992	1,408		0.0%	-3.0%	2.7%	11.3%	0.7%	22.3	13.2
Thái Lan	SET	1,609	577		-0.8%	-3.6%	1.2%	2.6%	-5.1%	19.6	8.3
Malaysia	FBMKLCI	1,423	223		-1.7%	-4.9%	2.0%	-1.5%	-10.4%	15.0	10.4
Indonesia	JCI	6,805	635		-0.6%	-0.7%	-3.3%	-1.5%	-3.8%	14.3	13.4
Philippines	PCOMP	6,500	171		-1.3%	-1.0%	13.2%	5.6%	-9.8%	14.1	10.6
Singapore	STI	3,259	379		-0.3%	0.2%	4.1%	5.1%	-4.4%	13.1	8.8















Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/3/2023).  
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

## 6. Thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

### Các ngành nhạy cảm với lãi suất dẫn dắt thị trường

- Nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ gần đây của NHNN, các ngành nhạy cảm với lãi suất đã dẫn dắt đà phục hồi của VN-Index. Dịch vụ tài chính (+17,2% MoM), Bất động sản (+10,6% MoM), Nguyên vật liệu (+4,5% MoM) và Ngân hàng (+4,4% MoM) tăng tốt trong tháng 3. Ngoài ra, Vận tải có mức tăng 4,5% nhờ sự hồi phục của ngành du lịch và chính sách mở cửa trở lại của Trung Quốc.
- Mặt khác, Bán lẻ (-5,7%) giảm mạnh nhất. Nhu cầu thiết bị CNTT-TT yếu đi do lạm phát cao gần đây đã ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh, cũng như triển vọng ngành này trong năm 2023.
- Đáng chú ý, việc ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP và Nghị quyết số 33/NQ-CP ngày 12/03/2023 đã mang lại hy vọng về việc “hạ cánh mềm” cho trái phiếu doanh nghiệp, cũng như cho các nhà phát triển bất động sản đang gặp khó khăn về thanh khoản trong thời gian gần đây.

#### Biến động giá theo ngành

Phân ngành GICS	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn hóa	Vốn hóa từ 2022	Biến động giá				
				1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	1 năm
Ngân hàng	1,592,410	37.5%		4.4%	11.5%	13.4%	9.1%	-13.3%
Xây dựng	156,005	3.7%		0.0%	4.0%	-25.2%	-28.8%	-55.2%
May mặc và trang sức	41,299	1.0%		0.4%	-9.2%	-9.2%	-23.7%	-28.0%
Dịch vụ tài chính	108,968	2.6%		17.2%	20.7%	-6.3%	2.9%	-39.4%
Dầu khí	69,030	1.6%		0.1%	14.1%	8.8%	-2.6%	-31.0%
Thực phẩm, đồ uống	475,278	11.2%		-2.1%	-3.6%	-9.3%	-10.1%	-18.1%
Bảo hiểm	47,426	1.1%		0.3%	4.3%	-9.1%	-9.6%	-23.0%
Nguyên vật liệu	301,497	7.1%		4.5%	7.1%	-16.8%	-23.3%	-46.9%
Bất động sản	748,334	17.6%		10.6%	3.2%	-22.0%	-28.4%	-41.0%
Bán lẻ	75,919	1.8%		-5.7%	-11.1%	-37.0%	-43.2%	-45.9%
Phần mềm và dịch vụ	93,586	2.2%		-1.6%	2.9%	-2.5%	-8.0%	-11.2%
Vận tải	159,121	3.8%		4.5%	-0.6%	-1.8%	-12.6%	-28.6%
Tiện ích	313,930	7.4%		-0.3%	3.3%	-6.4%	-11.7%	-12.1%
<b>VN-Index</b>	<b>4,243,138</b>	<b>100%</b>		<b>3.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-11.1%</b>	<b>-28.7%</b>

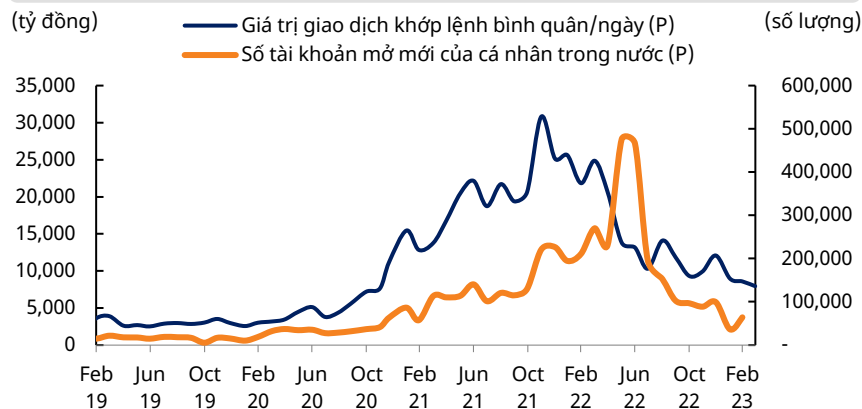
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/3/2023).  
Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.



## 6. Thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

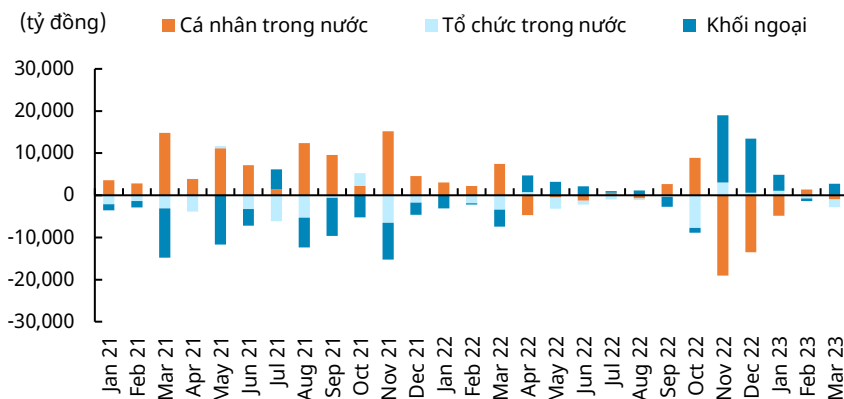
### Thống kê tình hình giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý 1/2023

#### Giá trị giao dịch tiếp tục giảm trong quý 1/2023



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro và VSD

#### Mua/bán ròng hàng tháng theo phân loại nhà đầu tư trên sàn HSX



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro

#### Mua/bán ròng của khối ngoại tại thị trường châu Á năm 2023

Thị trường (Triệu USD)	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Quý 1
Việt Nam	115	-23	127	219
Hàn Quốc	5,240	919	-689	5,470
Ấn Độ	-3,660	-639	1,528	-2,770
Đài Loan	7,241	1,107	-30	8,318
Indonesia	-204	377	272	445
Malaysia	-82	-40	-315	-436
Philippines	122	-142	-498	-518
Thái Lan	545	-1,273	-917	-1,646

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

#### Thống kê giá trị mua/bán ròng của các ETF



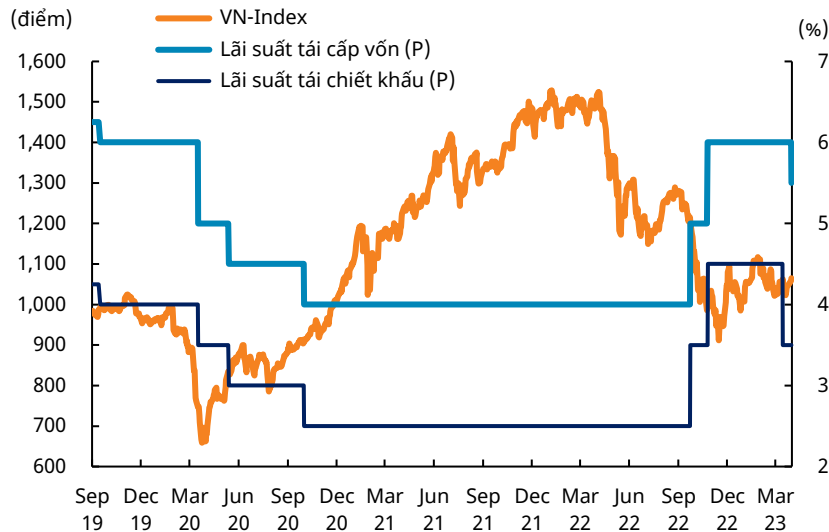
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## 6. Thị trường chứng khoán Việt Nam (tiếp theo)

### Những tia hy vọng cho thị trường chứng khoán Việt Nam

- Giữa những áp lực đến từ thế giới gần đây, chúng tôi vẫn thấy những tia hy vọng cho thị trường Việt Nam:
  - Nghị định số 08/2023/NĐ-CP, ngày 05/03/2023, Nghị quyết số 33/NQ-CP, ngày 12/03/2023, và gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng (với lãi suất cho vay thấp hơn 1,5-2% so với mức vay thông thường) mang đến hy vọng về việc “hạ cánh mềm” cho trái phiếu doanh nghiệp, cũng như cho các nhà phát triển bất động sản đang gặp khó khăn về thanh khoản trong thời gian gần đây;
  - Việc nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN là một phần trong những nỗ lực liên tiếp của Chính phủ nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế;
  - Động lực tăng trưởng mạnh mẽ đến từ giải ngân đầu tư công, sự trở lại của ngành du lịch và sản xuất trong nước;
  - Dòng vốn nước ngoài tiếp tục quay trở lại trong bối cảnh chỉ số USD giảm và các điều kiện vĩ mô thuận lợi hơn;
  - Những bất ổn gần đây trong hệ thống ngân hàng toàn cầu, bằng cách nào đó, đã hạ nhiệt khi các ngân hàng trung ương lớn đã chủ động và thận trọng thực hiện nhiều giải pháp giảm thiểu rủi ro từ các bất ổn tài chính.
- Về khía cạnh thận trọng, kết quả kinh doanh quý 1/2023 có thể cho thấy những con số không khả quan. Do đó, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vẫn là những cổ phiếu hưởng lợi từ đầu tư công, cũng như các cổ phiếu nhạy cảm với lãi suất như chứng khoán, bất động sản, xây dựng, và ngân hàng.

Mối tương quan giữa lãi suất chính sách và VN-Index



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Thống kê 5 năm P/E (12 tháng gần nhất) của VN-Index



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## II



### Danh mục khuyến nghị (Trung và dài hạn)



# [Tóm tắt] Danh mục khuyến nghị trung và dài hạn

Ngành	Cổ phiếu	Doanh nghiệp	Giá mục tiêu 12T (VND)	Lợi nhuận kỳ vọng
Dầu khí	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	118,000	15%
Thực phẩm & đồ uống	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	85,100	14%
Thực phẩm & đồ uống	SAB	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	208,000	12%
Ngân hàng	CTG	NH TMCP Công Thương Việt Nam	33,200	14%
Ngân hàng	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	32,600	16%
CNTT	FPT	Công ty cổ phần FPT	107,300	36%
BDS thương mại	VRE	CTCP Vincom Retail	36,600	25%
Tiêu dùng không thiết yếu	VEA	TCT Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam	48,300	27%
Tiêu dùng không thiết yếu	PNJ	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	94,700	23%
Dược phẩm	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	115,400	24%
Danh mục theo dõi	BID, ACB, MBB, STB, TPB, LPB, KBC, VGC, REE, DPM			

Nền tảng ổn định trước biến động

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	118,000
Thị giá (29/03/23)	102,800
Lợi nhuận kỳ vọng	15%
LNST (23F, tỷ đồng)	11,145
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-24.7
P/E (23F, x)	17.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	195,988
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,914
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng(%)	4.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	3.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	92,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	134,000
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-1.2-6.5-8.1
Tương đối	-4.60.121.3

Điểm nhấn đầu tư

**Tăng trưởng dài hạn từ dự án đường ống dẫn khí lô B Ô Môn:** Chúng tôi kỳ vọng lượng khí bổ sung (~7tr m<sup>3</sup>/năm) kể từ năm 2026 sẽ bù đắp được phần lớn sản lượng hiện đang suy giảm tự nhiên (trung bình quanh -7%/năm) tại các mỏ hiện tại, sẽ góp phần duy trì sự tăng trưởng của GAS trong dài hạn.

**Cấu trúc tài chính ổn định:** GAS luôn duy trì cấu trúc Nợ/VCSH quanh mức trung bình 0.35x với lượng tiền ròng đạt 28,192 tỷ đồng cuối 2022 (trung bình 5 năm luôn duy trì cao trên 22,000 tỷ đồng/năm), tương ứng với mức tiền ròng trên mỗi cổ phiếu đạt 14,700 đồng/cổ phiếu.

**Dự phóng 2023:** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của GAS năm 2023 sẽ suy giảm sau khi bùng nổ trong năm 2022 về mức 83,132 tỷ đồng (-17.5% CK) và 11,145 tỷ đồng (-24.8% CK), dựa trên:

- Sản lượng khí khô tiêu thụ (đóng góp trung bình 50% doanh thu hằng năm) trong năm 2023 đạt 7.87 tỷ m<sup>3</sup> (+3.2% CK): 1) Huy động điện khí dự kiến sẽ gia tăng trong năm 2023 trong bối cảnh huy động thủy điện suy giảm bởi sự quay lại của El Nino, cũng như sự sụt giảm của giá dầu làm tăng tính cạnh tranh của điện khí; 2) Sản lượng khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt và lô 15-1 dự phóng thúc đẩy tổng sản lượng khí từ Nam Côn Sơn – giai đoạn 2 tăng 10.8% CK, qua đó góp phần bù đắp sự hao hụt tự nhiên sản lượng khí tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn – giai đoạn 1 vốn đã khai thác lâu.
- Sản lượng LPG và CNG dự kiến được duy trì.
- Giá bán bình quân sụt giảm so với 2022. Giá dầu Brent bình quân trong năm 2023 được giả định quanh 80 USD/thùng (-17.6% CK, tuy nhiên cao hơn 16.1% so với trung bình 5 năm 2017-2021), kéo theo giá dầu HFSO mục tiêu quanh mức 410 USD/tấn (giá cơ sở để xác định giá khí).



FY (31/12)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	75,005	64,135	78,992	100,724	83,132	84,046
LNHĐ (tỷ đồng)	13,649	8,694	10,374	17,799	13,086	11,991
Biên LNHĐ (%)	18.2	13.6	13.1	17.7	15.7	14.3
EBITDA	17,957	12,633	14,582	22,166	16,772	15,436
LNST (tỷ đồng)	11,902	7,855	8,673	14,798	11,145	10,329
EPS (VND)	6,219	4,104	4,531	7,732	5,823	5,397
ROE (%)	25.1	16.1	17.4	26.6	16.9	13.6
P/E (x)	13.6	19.9	20.7	13.1	17.4	18.8
P/B (x)	3.25	3.16	3.43	3.18	2.74	2.39
Tổng tài sản (tỷ đồng)	62,179	63,208	78,768	82,663	89,971	100,107
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	49,615	49,500	52,193	61,174	70,953	81,366

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Phục hồi chậm trong 6T2023



Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeeasset.com.vn

(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	85,100
Thị giá (29/03/23)	74,900
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST cổ đông cty mẹ (23F, tỷ đồng)	9,445
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	N/A
Tăng trưởng EPS (23F, %)	10.9%
P/E (23F, x)	18.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	156,747
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,090
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	55.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	85,600
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-0.43.6-0.8
Tương đối	-3.810.328.7

Điểm nhấn đầu tư

- KQKD 2022:** Năm 2022, doanh thu thuần của VNM giảm 1.6% CK xuống 59,956 tỷ đồng. Chi phí tài chính tăng mạnh (+205.2% CK) khiến LNST của VNM giảm 19.3% CK. Công ty chỉ hoàn thành 94% mục tiêu doanh thu và 88% mục tiêu lãi ròng. Các mảng nội địa, MCM (Mộc Châu Milk), xuất khẩu và chi nhánh nước ngoài lần lượt chiếm tỷ trọng 79.3%, 5.2%, 8.1% và 7.4% doanh thu thuần. Đối với MCM, kết quả ghi nhận khả quan hơn khi doanh thu thuần đạt 3,133 tỷ đồng (+7.1% CK) và LNST đạt 347 tỷ đồng (+8.6% CK), lần lượt hoàn thành 100% và 101% kế hoạch năm. Dù giá nguyên liệu bột sữa giảm đáng kể so với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp hợp nhất của VNM giảm xuống 38.8% trong Q4/2022 - mức thấp nhất kể từ năm 2015.
- Dự phóng 2023:** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng 2.2% CK lên 61,263 tỷ đồng và LNST công ty mẹ 2023 tăng 10.9% CK lên 9,445 tỷ đồng, dựa trên:
  - Dự phóng tăng trưởng doanh thu thuần nội địa (bao gồm MCM) 1% CK với giả định là công ty không tăng giá bán do áp lực lạm phát vẫn ở mức cao trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa vẫn sẽ tăng trưởng dương trở lại trong 2023 nhờ cơ cấu hệ thống phân phối và nâng cấp bao bì nhiều sản phẩm. Đối với thị trường nước ngoài, chúng tôi thận trọng dự phóng tăng trưởng ở mức 8.4% CK do mảng xuất khẩu vẫn gặp nhiều thách thức dù đồng USD đã hạ nhiệt gần đây;
  - Dự phóng biên lợi nhuận gộp hợp nhất cải thiện lên 41.3% trong 2023 (2022: 39.9%). Công ty đánh giá nguyên liệu đầu vào sử dụng trong 6T2023 vẫn có chi phí cao hơn 6T2022, tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể từ Q3/2023.
  - Sau 2 năm cắt giảm mạnh chi phí marketing và bán hàng, chúng tôi cho rằng VNM sẽ tăng chi phí này trở lại trong 2023 nhằm mục đích giữ thị phần. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch chuyển đổi số sẽ giúp công ty tiết kiệm chi phí vận hành trong dài hạn. Theo đó, chúng tôi dự phóng chi phí SG&A trong 2023 tăng nhẹ 2.4% CK.



FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)	56,318	59,636	60,919	59,956	61,263	63,792
LNHĐ (tỷ đồng)	12,182	12,263	11,760	9,753	10,845	12,116
Biên LNHĐ (%)	21.6	20.6	19.3	16.3	17.7	19.0
EBITDA (tỷ đồng)	14,131	14,472	13,882	11,849	13,418	14,899
NPATMI (tỷ đồng)	10,581	11,099	10,532	8,516	9,445	10,410
EPS (VND)	5,468	4,780	4,536	3,667	4,067	4,483
ROE (%)	39.7	37.8	32.7	27.1	31.0	32.6
P/E (x)	13.8	15.8	16.6	20.6	18.3	16.8
P/B (x)	4.8	5.0	4.8	5.3	5.1	4.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	44,700	48,432	53,332	48,483	48,811	50,980
VCSH (tỷ đồng)	27,504	31,297	33,083	29,849	31,180	32,651

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Giành lại thị phần

Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	208,000
Thị giá (29/03/23)	185,400
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

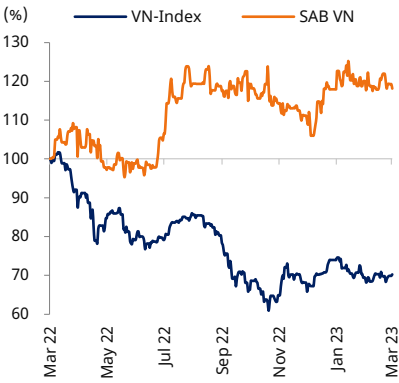
LNST (23F, tỷ đồng)	5,417
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	5,574
Tăng trưởng EPS (23F, %)	1.4
P/E (23F, x)	23.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	118,637
SL cổ phiếu (triệu)	641
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	10.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	62.6
Thấp nhất 52 tuần (VND)	149,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	203,000

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.1	0.2	17.3
Tương đối	-3.4	6.9	46.8

Điểm nhấn đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán bia của SAB sẽ tiếp tục tăng trưởng nhưng với tốc độ chậm hơn vào năm 2023, dựa trên cơ cấu sản phẩm tập trung vào dòng phổ thông và cận cao cấp.** Chúng tôi dự phóng doanh thu từ bia của SAB sẽ đạt 33,256 tỷ đồng (+8.7% svck, chiếm 87% doanh thu của SAB) vào năm 2023, nhờ: 1) Du lịch quay trở lại sẽ thúc đẩy chi tiêu cho đồ uống trong 2023; 2) Chiến dịch đẩy mạnh marketing giành lại thị phần của SAB; 3) Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng bia của SAB ở phân khúc phổ thông (vốn là một trong những thế mạnh của doanh nghiệp) có thể ít bị ảnh hưởng hơn so với các phân khúc khác trong bối cảnh kinh tế vĩ mô khó khăn và tiêu dùng suy giảm. Bên cạnh đó, việc mở rộng sang phân khúc cận cao cấp có thể giúp SAB duy trì thị phần trong trung và dài hạn. Phân khúc cao cấp và cận cao cấp đã mở rộng tỷ trọng từ 8.1% trong 2017 lên 10% vào 2021 trong cơ cấu tiêu thụ bia Việt Nam.
- Nhìn chung, sản lượng tiêu thụ bia có thể tăng chậm hơn vào năm 2023 trong bối cảnh tiêu dùng của Việt Nam đang chứng lại. Tiêu thụ bia Việt Nam dự kiến tăng 4.5% svck vào 2023, từ mức phục hồi 4.8% svck vào 2022, theo dự báo của Fitch Solutions. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá ngành bia Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ cơ cấu nhân khẩu học và văn hóa uống bia của người Việt.
- Bảng cân đối kế toán lành mạnh giúp SAB ứng phó tốt hơn với điều kiện kinh tế vĩ mô biến động trong năm 2023.** SAB đã duy trì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu thấp (2022: 4.2%) và dòng tiền hoạt động dương trong nhiều năm qua, cũng như tiền ròng (sau khi trừ các khoản nợ vay) duy trì ở mức 22,447 tỷ đồng vào cuối 2022, tương đương 91.3% VCSH.
- Rủi ro:** 1) giá nguyên liệu biến động; 2) cạnh tranh khốc liệt vẫn tiếp diễn giữa các công ty sản xuất bia; 3) luật phòng chống tác hại của rượu bia tác động dài hạn đến ngành bia Việt Nam.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	27,961	26,374	34,979	38,106	41,117	44,252
LN HĐKD (tỷ đồng)	4,940	3,510	5,498	5,906	6,374	6,859
Biên LN HĐKD (%)	17.7	13.3	15.7	15.5	15.5	15.5
LN trước thuế (tỷ đồng)	6,111	4,858	6,814	7,067	7,699	8,343
LNST (tỷ đồng)	4,723	3,677	5,224	5,417	5,901	6,395
EPS (VND)	7,133	5,502	7,983	8,092	8,815	9,553
ROE (%)	23.6	17.1	23.6	20.9	20.5	20.0
P/E (x)	27.3	27.4	20.9	23.0	21.1	19.5
P/B (x)	6.3	4.6	4.6	4.4	3.9	3.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	27,375	30,487	34,465	37,255	40,974	44,994
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	21,215	22,595	24,591	27,331	30,346	33,634

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Đẩy mạnh phân khúc bán lẻ

Nguyễn Dương Công Nguyễn, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn



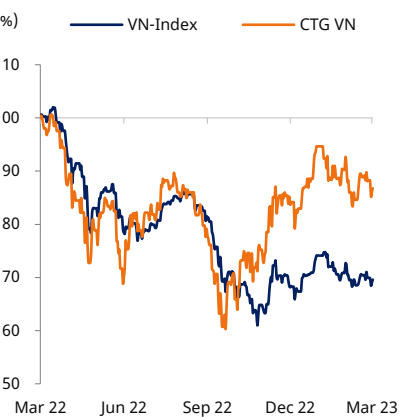
(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	33,200
Thị giá (29/03/23)	29,000
Lợi nhuận kỳ vọng	14%

LNST (23F, tỷ đồng)	18,960
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS(23F, %)	12.1
P/E (23F, x)	6.6

Vốn hóa (tỷ đồng)	139,367 (%)
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	4,806
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	35.5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	28.1
Giá thấp nhất 52 tuần	19,500
Giá cao nhất 52 tuần	33,400
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	5.325.0-9.4
Tương đối	1.831.720.1

Điểm nhấn đầu tư

- So với hai ngân hàng đang niêm yết trong nhóm “big 4” thì CTG là ngân hàng duy nhất đang gặp điểm nghẽn trong khâu tăng vốn điều lệ do vướng mức tỷ lệ sở hữu nhà nước tối thiểu (65%). Trong khi đó, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) chỉ ở mức vừa đủ hoàn thành chỉ tiêu an toàn vốn. Do đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng của CTG thường sẽ ghi nhận mức thấp hơn so với mặt bằng chung các NHTM.
- Mặc dù tín dụng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ở mức tương đối thấp trong trung hạn, NIM cải thiện sẽ là động lực chính giúp nâng cao khả năng sinh lời của CTG. Đến cuối năm 2022, tỷ trọng cho vay bán lẻ của CTG tăng 4.9%p SV. CK. lên 37.5%, qua đó nâng cao lợi suất danh mục tài sản sinh lời trong các năm tới. Ngược lại với các NH TMCP tư nhân, CASA của các ngân hàng có vốn đầu tư nhà nước (quốc doanh) được duy trì tốt trong năm 2022 nhờ sức mạnh thương hiệu. Các ngân hàng quốc doanh được kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hút được tiền gửi với lãi suất cạnh tranh nhờ rủi ro thấp.
- Chúng tôi hạ giá mục tiêu cho CTG về mức 33,200 đồng/cp (từ 35,200 đồng) do điều chỉnh giảm thu nhập lãi thuần (NII). Các yếu tố chính tác động giảm NII bao gồm nhu cầu tín dụng yếu, tham gia vào các gói ưu đãi lãi suất hỗ trợ nền kinh tế, và chất lượng tài sản có phần suy giảm.
- Rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi là nợ xấu tăng cao hơn dự phóng cũng như suy thoái kinh tế do khủng hoảng thanh khoản của các tập đoàn lớn.
- Mặc dù lời giải cho việc tăng vốn vẫn chưa có, tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, khả năng tăng trưởng thấp đã được phản ánh qua mức định giá thấp. So với BID và VCB, CTG hiện chỉ đang giao dịch ở mức 1.3 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của nhóm là 2.2 lần.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	35,581	41,788	47,930	54,630	56,318	65,180
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,699	11,360	16,650	14,174	15,762	16,196
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	17,070	17,589	21,113	23,625	31,004	39,489
LNST (tỷ đồng)	13,679	14,092	16,908	18,960	24,883	31,692
EPS (đồng)	3,674	2,932	3,518	3,945	5,178	6,595
ROE (%)	16.8	15.7	16.7	16.4	18.7	20.2
P/E (x)	5.1	9.2	6.0	6.6	5.6	6.0
P/B (x)	1.2	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8
Giá trị sổ sách (đồng)	22,935	19,488	22,536	25,598	29,833	35,419
TTS (tỷ đồng)	1,341,393	1,531,468	1,809,189	1,984,431	2,167,879	2,327,972
VCSH (tỷ đồng)	85,395	93,653	108,305	123,016	143,371	170,216

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research



## Rủi ro và cơ hội

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyenn.ndc@miraeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>32,600</b>
Thị giá (29/03/23)	28,000
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST (23F, tỷ đồng)	20,591
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	20,470
Tăng trưởng EPS(23F, %)	2.0
P/E (23F, x)	4.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	93,986 (%)
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	3,511
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	77.1
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	22.5
Giá thấp nhất 52 tuần	19,300
Giá cao nhất 52 tuần	50,300

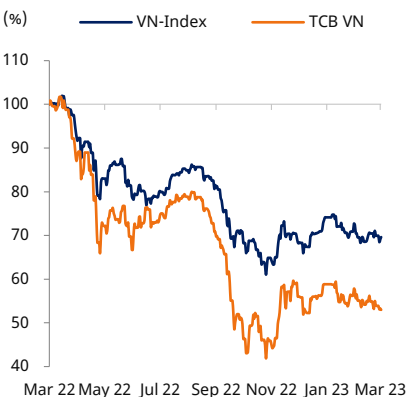
(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	3.7	-13.8	-42.7
Tương đối	0.3	-7.2	-13.3

### Kết quả kinh doanh 2022

- Các điểm nhấn trong KQKD của TCB trong năm 2022: 1) tăng trưởng tín dụng giảm xuống +12.7% SV. CK. ( năm 2021 là +26.2% SV. CK), trong đó, danh mục cho vay mua nhà tăng trưởng mạnh mẽ (+50.8% SV. CK.) trong khi tỷ lệ tín dụng phân bổ cho các tập đoàn lớn bao gồm các khoản vay và trái phiếu đầu tư giảm 10.3% SV. CK. ; 2) CASA giảm mạnh xuống 37% (-13.5%p SV. CK.); 3) NIM của ngân hàng năm 2022 giảm về 5.3%, giảm 42 điểm cơ bản so với mức đỉnh năm 2021; 4) Nợ xấu tăng 25 điểm cơ bản SV. CK. lên 0.9%, trong khi tỷ dự phòng trên tổng nợ xấu giảm từ 163% năm 2021 xuống 125% cuối năm 2022; và 5) lợi nhuận trước thuế tăng trưởng nhẹ ở mức +10% SV. CK, đạt 25.6 nghìn tỷ đồng.

### Điểm nhấn đầu tư

- 2022, TCB đã tiếp tục tiến hành cơ cấu bảng cân đối kế toán theo hướng ổn định hơn. Mặc dù chất lượng tài sản giảm nhưng rủi ro dư nợ tập trung của TCB được phần nào đa dạng hóa. Dư nợ tín dụng phân bổ cho các tập đoàn lớn giảm từ 45.1% trong năm 2021 xuống còn 35.9% năm 2022. Tổng dư nợ tín dụng đối với ngành bất động sản tăng lên 58.1% (+3.4%p CK), trong đó, tăng trưởng cho vay doanh nghiệp BĐS chỉ ở mức +7.7%. (-3.7%p SV. CK.) trong khi cho cá nhân vay mua nhà tăng 50.8% (+7.2%p SV. CK.). Tiền gửi có kỳ hạn tăng trưởng 45% CK, tương đối đồng thuận với xu hướng chung là nhu cầu gửi tiền kỳ hạn tăng cao và cũng góp phần ổn định nguồn vốn của ngân hàng, đặc biệt trong bối cảnh thanh khoản thị trường kém ổn định. CAR tăng 0.2%p SV. CK. lên 15.2%, trong khi tỷ lệ huy động vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn được duy trì ở mức tương đối an toàn là 28.8%. Bên cạnh đó, tình trạng khủng hoảng thanh khoản của ngành bất động sản trong thời gian gần đây đã được xoa dịu phần nào, đặc biệt là về mặt tâm lý. Ví dụ: TPDN bắt đầu phát hành trở lại với quy mô tương đối lớn từ T22023.
- Chúng tôi cho rằng việc giảm thiểu rủi ro tập trung khỏi bảng cân đối của TCB chỉ được định hướng ở mức tương đối. Việc duy trì hoạt động liên tục của TCB là mối lo ngại lớn đối với đa phần nhà đầu tư trong giai đoạn khủng hoảng thanh khoản của thị trường BĐS. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá thì rủi ro này đã giảm bớt phần nào nhờ sự tương trợ chặt chẽ giữa các NHTM cũng như điều tiết hợp lý từ NHNN. TCB đang được giao dịch ở mức P/B 0.8x, mức định giá tương đương với giai đoạn mới bùng phát dịch COVID. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các rủi ro lớn của TCB đã được phản ánh vào định giá của NH.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,751	26,699	30,290	33,698	38,024	43,357
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8,291	10,378	10,612	12,984	13,959	14,824
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	15,800	23,238	25,568	26,528	31,744	38,639
LNST (tỷ đồng)	12,325	18,038	20,150	20,591	24,640	29,992
EPS (đồng)	3,516	5,138	5,729	5,846	6,985	8,489
ROE (%)	18.0	21.5	19.5	16.7	17.0	17.5
P/E (x)	7.5	5.1	4.6	4.5	3.8	3.1
P/B (x)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
Giá trị sổ sách (đồng)	21,289	26,505	32,248	37,713	44,431	52,599
TTS (tỷ đồng)	439,603	568,811	699,033	783,353	876,093	967,823
VCSH (tỷ đồng)	74,615	93,056	113,425	132,843	156,744	185,837

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Duy trì tăng trưởng bền vững



Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeasset.com.vn

(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	107,300
Thị giá (29/03/23)	79,000
Lợi nhuận kỳ vọng	36%

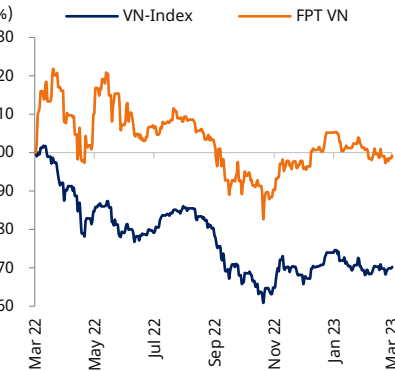
LNST (23F, tỷ đồng)	6,517
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	6,805
Tăng trưởng EPS (23F, %)	23.5
P/E (23F, x)	14.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	86,775
SL cổ phiếu (triệu)	1,097
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	84.3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	61,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	99,100

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.6	-1.9	-9.6
Tương đối	-5.1	4.8	19.8

Điểm nhấn đầu tư

- KQKD 2T2023: FPT ghi nhận doanh thu 7,295 tỷ đồng (+19.6% svck) và lợi nhuận sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số là 926 tỷ đồng (+22.5% svck), chủ yếu nhờ nhu cầu dịch vụ CNTT mạnh mẽ từ thị trường Nhật Bản và Châu Á Thái Bình Dương.
- Chúng tôi kỳ vọng FPT sẽ duy trì đà tăng trưởng trong lĩnh vực công nghệ nhờ: 1) nhu cầu về điện toán đám mây, AI/phân tích dữ liệu gia tăng; 2) tận dụng đối tác chiến lược tại thị trường nước ngoài và duy trì tăng trưởng đơn hàng công nghệ kỹ mới (+38.9% svck trong 2022); và 3) chi phí lao động thấp hơn so với các công ty cùng ngành ở Ấn Độ, đây vẫn là một trong những lợi thế cạnh tranh của FPT trên thị trường xuất khẩu phần mềm toàn cầu.
- Các động lực chính cho công nghệ trong nước bao gồm: 1) Chính phủ Việt Nam và các doanh nghiệp trong nước tiếp tục thúc đẩy chuyển đổi số, cũng như hợp tác chiến lược của FPT về chuyển đổi số với 25 tỉnh thành, bao gồm cả các doanh nghiệp và cơ quan nhà nước và tư nhân tính đến cuối năm 2022 ; và 2) phát triển các sản phẩm made-by-FPT.
- Chúng tôi kỳ vọng mảng viễn thông sẽ duy trì tăng trưởng vào năm 2023 nhờ các dịch vụ giá trị gia tăng, chẳng hạn như PayTV, cũng như nhu cầu mở rộng trung tâm dữ liệu.
- Rủi ro: 1) Biến động của ngoại tệ, khi doanh thu từ các thị trường Nhật Bản, Mỹ, APAC và EU chiếm tỷ trọng lần lượt là 16.7%, 14.9%, 8.4% và 3.1% trong tổng doanh thu của FPT (tính đến năm 2022); 2) tăng trưởng chi tiêu CNTT chậm hơn dự kiến; và 3) một số rào cản còn tồn tại đối với chuyển đổi số tại Việt Nam, bao gồm khó khăn về tài chính, thay đổi văn hóa tổ chức và năng lực triển khai.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	29,830	35,657	44,010	53,710	63,731	75,684
LN HĐKD (tỷ đồng)	4,605	5,415	6,795	8,271	9,687	11,504
Biên LN HĐKD (%)	15.4	15.2	15.4	15.4	15.2	15.2
LN trước thuế (tỷ đồng)	5,264	6,338	7,662	9,422	11,105	13,203
LNST (tỷ đồng)	3,538	4,337	5,310	6,517	7,681	9,133
EPS (VND)	2,982	3,624	4,429	5,471	6,447	7,666
ROE (%)	21.7	23.4	24.9	23.8	24.5	25.7
P/E (x)	14.4	21.4	17.4	14.5	12.3	10.3
P/B (x)	2.9	4.7	4.0	2.9	2.6	2.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	41,734	53,698	51,650	51,499	56,331	62,251
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	18,606	21,418	25,356	30,428	35,938	37,746

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Phục hồi mạnh mẽ

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	36,600
Thị giá (29/03/23)	29,250
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST (23F, tỷ đồng)	3,418
Kỳ vọng thị trường(23F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (23F, %)	20.0
P/E (23F, x)	24.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	67,942
SLCP đang lưu hành(triệu cp)	2,272
Tỷ lệ CP tự do CN(%)	26.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	32.9
Giá thấp nhất 52 tuần	21,400
Giá cao nhất 52 tuần	34,650

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	13.6	4.5	-10.1
Tương đối	10.2	11.2	19.3

Điểm nhấn đầu tư

- Vincom Retail đã có một năm vực dậy mạnh mẽ khi ghi nhận doanh thu đạt 7,361 tỷ đồng (+25% sv ck) trong 2022, trong đó, đặc biệt nhất là doanh thu từ mảng cho thuê sàn thương mại đạt 6,812 tỷ (+45% sv ck), gần bằng doanh thu trước dịch.
- Tỷ suất lợi gộp đạt 51.8%, cao hơn tỷ suất của năm trước chỉ đạt 40.6%, và cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Tổng kết cả năm 2022, VRE thu về 2,776 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+111% sv ck), theo đó, 2022 thành một trong những năm có lợi nhuận cao nhất chỉ đứng sau năm 2019, và vượt 14% so với kế hoạch của ban lãnh đạo.
- Trong năm 2022, VRE là chủ đầu tư duy nhất mở mới với 3 trung tâm thương mại (TTTM), Vincom Megamall Smart City tại Hà Nội, Vincom Plaza Bạc Liêu và Vincom Plaza Mỹ Tho, nâng tổng số TTTM lên 83 và tổng diện tích sàn thuê thương mại lên 1.75 triệu m2.
- Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tiếp tục mở rộng hệ thống trong năm 2023 với 2 TTTM mới: VMM Grand Park (TP HCM) và Vincom Plaza tại Hà Giang. Theo đó, tổng diện tích sàn thương mại ước tăng 5.7% trong 2023.
- Chúng tôi vẫn đánh giá cao VRE về dài hạn nhờ vào thị phần dẫn đầu, quỹ đất lớn, thương hiệu lâu năm, và khả năng kết nối với hệ sinh thái của Vinhomes. Bên cạnh đó, thị trường cho thuê sàn thương mại của Việt Nam trong dài hạn còn nhiều triển vọng phát triển khi các yếu tố vĩ mô như thu nhập bình quân, tỷ lệ đô thị hóa, cơ cấu dân số... vẫn rất thuận lợi so với các nước trong khu vực Đông Nam Á.



FY (31/12)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
Doanh thu (tỷ đồng)	8,329	5,891	7,361	9,115	10,419	11,358
LNHĐ (tỷ đồng)	3,093	1,757	3,453	4,223	5,192	6,091
Biên LNHĐ (%)	37.1	29.8	44.5	46.3	49.8	53.6
EBITDA (tỷ đồng)	4,841	3,626	4,725	5,506	6,483	7,212
NPATMI (tỷ đồng)	2,382	1,315	2,776	3,418	4,204	4,930
EPS (VND)	1,048	578	1,222	1,467	1,804	2,116
ROE (%)	8.5	4.4	8.3	9.9	11.6	12.6
P/E (x)	30.0	52.1	21.5	24.9	20.3	17.3
P/B (x)	2.4	2.2	1.8	2.5	2.3	2.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	39,816	37,873	42,659	44,199	46,903	50,283
VCSH (tỷ đồng)	29,336	30,651	33,383	34,514	36,389	38,990

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Cổ tức hấp dẫn

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	48,300
Thị giá (29/03/23)	37,900
Lợi nhuận kỳ vọng	27%

LNST (23F, tỷ đồng)	5,940
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	-21.9
P/E (23F, x)	8.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	50,229
SL cổ phiếu (triệu)	1,329
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	11.5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	5.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.3	-14.8	-16.2
Tương đối	-3.7	-8.1	13.3

Điểm nhấn đầu tư

- Trong 2022, doanh thu và lợi nhuận ròng của VEA lần lượt đạt 4,748 tỷ (+18.1% CK) và 7,602 tỷ (+32% CK). Trong đó cổ tức nhận được từ công ty liên doanh liên kết tăng mạnh, đạt 6,984 tỷ (+34.9% CK) nhờ giá bán xe tăng cũng như nhu cầu mua xe bùng nổ sau dịch Covid.
- Theo số liệu của VAMA, TC Motor và Vinfast, sản lượng xe ô tô tiêu thụ năm 2022 đạt 509,141 (+26.2% CK). Toyota tiếp tục duy trì doanh số thống trị thị phần ô tô với sản lượng đạt 91,115 chiếc, chiếm 17.5% thị phần. Thị trường xe máy Việt Nam trong 2022 chứng kiến sự hồi phục mạnh mẽ với doanh số theo VAMA đạt 3 triệu xe (+20.5% CK). Honda dẫn đầu với sản lượng đạt 2.41 triệu chiếc (+21% CK), chiếm 80% thị phần.
- Lãi vay mua xe ô tô tăng mạnh trong giai đoạn 2022: Với xu hướng lãi tiền gửi đã tăng gần 2.5-3.5% trong 6T cuối 2022, chúng tôi cho rằng đây là sự hạn chế rất lớn đối với cả thị trường ô tô lẫn xe máy. Theo khảo sát của chúng tôi, trong 6 tháng gần đây, lãi suất cho khoản vay thời hạn 5 năm mua xe ô tô đã gia tăng. Cụ thể, mặt bằng lãi suất tăng 1.5-2%p trong 12 tháng đầu của kỳ hạn, và tăng 3-4%p cho 48 tháng tiếp theo. Chúng tôi cho rằng nền lãi suất cao sẽ tác động doanh số thị trường xe ô tô lẫn xe máy sụt giảm trong năm 2023. Chúng tôi ước tính doanh số ô tô và xe máy ở Việt Nam năm 2023F lần lượt đạt 448,004 chiếc (-11% CK) / 2.76 chiếc (-8% CK).
- Ngược lại, việc tăng lãi suất đồng nghĩa với khả năng cải thiện lãi tiền gửi. Với lượng tiền mặt duy trì trên 45% TTS, chúng tôi dự phóng lợi nhuận tài chính của VEA trong giai đoạn 2023F / 2024F sẽ hưởng lợi, lần lượt đạt 1,095 tỷ (+33.9% CK) / 1,122 tỷ (+3% CK). Chúng tôi đánh giá các công ty bán xe trong năm 2023F sẽ đưa ra nhiều chiết khấu hơn để duy trì doanh số, do đó dự phóng lợi nhuận được chia từ công ty liên doanh liên kết trong năm 2023F / 2024F lần lượt đạt 5,048 tỷ (-27.7% CK) / 5,246 tỷ (+3.9% CK). Dự phóng 2023 doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 4,161 tỷ (-12.4% CK) và 5,940 tỷ (-21.9% CK).



FY (31/12)	12/29	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,488	3,667	4,019	4,748	4,161	4,416
LN HKKD (tỷ đồng)	(592)	(299)	56	73	28	128
Biên LN HKKD (%)	-13.2%	-8.2%	1.4%	1.5%	0.7%	2.9%
LN trước thuế (tỷ đồng)	7,415	5,795	5,940	7,852	6,149	6,474
LNST (tỷ đồng)	7,280	5,552	5,751	7,602	5,940	6,241
EPS (VND)	5,506	4,208	4,357	5,771	4,510	4,739
ROE (%)	27.3%	22.1%	24.5%	30.4%	23.1%	23.5%
P/E (x)	9.2x	12.0x	11.6x	7.1x	8.4x	8.0x
P/B (x)	2.3x	2.4x	2.6x	2.2x	2.5x	2.4x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	33,289	27,224	25,006	27,455	29,498	30,602
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	26,838	25,281	23,684	25,230	25,910	26,761

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Tiêu dùng không thiết yếu

## Dự địa tăng trưởng dài hạn

Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
<b>Giá mục tiêu (VND, 12T)</b>	<b>94,700</b>
Thị giá (29/03/23)	77,000
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

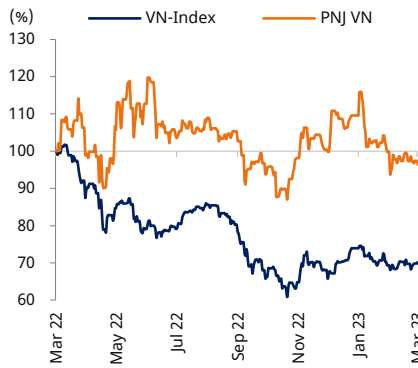
LNST (23F, tỷ đồng)	2,104
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	2,061
Tăng trưởng EPS (23F, %)	19.1
P/E (23F, x)	12.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	25,486

SL cổ phiếu (triệu)	328
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	82.3
Tỷ lệ sở hữu ĐTTN (%)	49.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	98,325

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	1.2	-4.0	-7.1
Tương đối	-2.3	2.6	22.4

### Điểm nhấn đầu tư

- KQKD 2T2023: PNJ ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 6,976 tỷ đồng (-1.3% svck) và 556 tỷ đồng (+6.4% svck) trong bối cảnh sức mua chung suy giảm. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện lên 19.4% từ 17.7% trong 2T2022, chủ yếu nhờ sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm bán lẻ. PNJ đã mở mới thêm 4 cửa hàng PNJ Gold trong 2 tháng đầu năm 2023, nâng tổng số cửa hàng lên 368.
- Chúng tôi cho rằng các động lực tăng trưởng dài hạn của PNJ bao gồm: 1) thu nhập người dân Việt Nam gia tăng, điều này thúc đẩy chi tiêu không thiết yếu của người tiêu dùng nói chung và nhu cầu trang sức nói riêng; 2) dự địa tăng trưởng ở các khu vực ngoài TP.HCM, với số lượng cửa hàng mở trung bình dự kiến là 30-40 cửa hàng/năm; và 3) kế hoạch mở rộng công suất sẽ giúp PNJ duy trì tăng trưởng dài hạn và dẫn đầu thị trường trang sức Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PNJ năm 2023 lần lượt đạt 38,533 tỷ đồng (+13.7% svck) và 2,104 tỷ đồng (+16.3% svck) với các giả định chính sau: 1) Tăng trưởng doanh số bán hàng theo cửa hàng (SSSG) 5% vào năm 2023 nhờ sự kết hợp của mô hình Shop-in-Shop, thúc đẩy bán hàng trực tuyến và chiến lược tiếp thị thành công; và 2) PNJ sẽ mở mới 30 cửa hàng vào năm 2023 (kịch bản cơ sở). Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ mở rộng mạnh mẽ mạng lưới cửa hàng khoảng 40 cửa hàng/năm, cùng với kế hoạch tăng công suất sản xuất của PNJ từ năm 2024.
- Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ đối mặt với các rủi ro chính, bao gồm: 1) Tiêu dùng suy yếu, trong bối cảnh lo ngại về lạm phát gia tăng, có thể làm giảm sức mua của người tiêu dùng và làm chậm tốc độ mở cửa hàng mới của PNJ trong năm 2023 (tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những lo ngại về lạm phát có thể có tác động ít hơn đến triển vọng của PNJ so với các công ty cùng ngành nhờ lợi thế cạnh tranh riêng của PNJ); và 2) biến động giá nguyên vật liệu.



FY (31/12)	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	17,511	19,547	33,876	38,533	44,711	51,228
LN HKKD (tỷ đồng)	1,508	1,409	2,424	2,774	3,219	3,688
Biên LN HKKD (%)	8.6	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
LN trước thuế (tỷ đồng)	1,345	1,278	2,312	2,650	3,065	3,534
LNST (tỷ đồng)	1,069	1,029	1,807	2,104	2,431	2,806
EPS (VND)	3,231	3,148	5,307	6,318	7,298	8,424
ROE (%)	20.0	17.0	24.7	23.2	23.3	22.7
P/E (x)	18.8	22.9	16.9	12.3	10.7	9.3
P/B (x)	3.5	3.6	3.4	2.4	2.1	1.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	8,483	10,619	13,321	16,773	19,127	21,602
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	5,242	6,013	8,588	9,549	11,342	13,412

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

Điểm bật của tăng trưởng dài hạn

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	115,400
Thị giá (29/03/23)	93,000
Lợi nhuận kỳ vọng	24%

LNST (23F, tỷ đồng)	1,130
Kỳ vọng thị trường (23F, tỷ đồng)	NA
Tăng trưởng EPS (23F, %)	14.3
P/E (23F, x)	13.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,120
SL cổ phiếu (triệu)	131
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	5.6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	54.3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	78,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	112,500

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.5	8.8	-17.0
Tương đối	-7.0	15.5	12.5

Điểm nhấn đầu tư

- Dựa trên số liệu của Bộ Y Tế, IQVIA và IMS, chúng tôi ước tính thị trường Dược phẩm Việt Nam năm 2022 đạt doanh thu 6.25 tỷUSD (-1% CK). Trong đó, kênh nhà thuốc (OTC) và bệnh viện lần lượt đạt mức 1.8 tỷUSD (+5.7% CK) và 4.4 tỷUSD (-3.3% CK).
- Trong năm 2022, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng (LNR) của DHG lần lượt đạt 4,676 tỷ (+16.8% CK) và 988 tỷ (+27.4% CK). Ngược lại với các công ty phụ thuộc lớn vào kênh ETC bị ảnh hưởng bởi chính sách đấu thầu thuốc và áp lực chi phí nguyên liệu khiến biên lợi nhuận suy giảm, DHG vẫn tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận năm thứ ba liên tiếp nhờ sự dẫn dắt từ mảng OTC. Đặc biệt, khi Covid-19 diễn ra, chúng tôi đánh giá DHG đã được hưởng lợi khi các dòng hạ sốt giảm đau như Hapacol, kháng sinh như Haginat & Klamentin được sử dụng rộng rãi. Doanh thu dòng sản phẩm hạ sốt giảm đau ước đạt 1,074 tỷ đồng (+16.7% CK), chiếm 24% tổng doanh thu 2022 (sv. 20%/tổng doanh thu 2019).
- Giai đoạn 6T cuối 2022 – Q4/2024, DHG tiếp tục đầu tư thêm nhà máy EU/Japan-GMP với tổng mức đầu tư gần 700 tỷ. Chúng tôi cho rằng đây chính là động lực tăng trưởng dài hạn cho DHG từsau năm 2025. Tuy nhiên, trong 2023-2024, chúng tôi cho rằng doanh thu thuần DHG sẽ khó tăng trưởng mạnh do nhà máy hiện hữu đã đạt trên 90% công suất. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023F / 2024F lần lượt 4,961 tỷ (+6.1% CK) / 5,243 (+5.7% CK).



FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Doanh thu (tỷ đồng)	3,897	3,756	4,003	4,676	4,961	5,243
LN HKKD (tỷ đồng)	691	809	861	1,076	1,206	1,177
Biên LN HKKD (%)	17.7%	21.5%	21.5%	23.0%	24.3%	22.5%
LN trước thuế (tỷ đồng)	713	821	864	1,100	1,270	1,240
LNST (tỷ đồng)	631	739	776	988	1,130	1,079
EPS (VND)	4,830	5,651	5,935	7,563	8,645	8,256
ROE (%)	16.2%	19.7%	19.4%	21.1%	22.8%	20.6%
P/E (x)	18.4x	19.5x	16.3x	14.5x	13.4x	14.0x
P/B (x)	2.5x	3.6x	3.0x	3.0x	2.8x	2.5x
Tổng tài sản (tỷ đồng)	4,147	4,448	4,618	5,168	5,681	6,260
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	3,378	3,568	3,793	4,292	4,879	5,435

Nguồn: Báo cáo tài chính, Phòng Phân tích CTCK Mirae Asset Việt Nam dự báo

# Phụ lục – Danh mục theo dõi

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa (triệu USD)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
BID	Ngân hàng	233,198	9,848	1,638,399	12.8	73%	BIDV chính thức triển khai gói 70,000 tỷ đồng cho vay, bao gồm 20,000 tỷ đồng cho vay sản xuất kinh doanh thuộc lĩnh vực xanh, với ưu đãi lãi suất từ 7%/năm và 50,000 tỷ đồng cho vay ưu đãi phục vụ sản xuất kinh doanh lĩnh vực khác.
ACB	Ngân hàng	81,565	3,444	4,645,858	6.0	14%	Theo tài liệu ĐHCĐ thường niên 2023, ACB đề ra mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 20,058 tỷ đồng trong 2023 (+17% CK) và tổng tài sản đạt 668,788 tỷ đồng đến cuối 2023 (+10% CK). Ngân hàng dự chi cổ tức tổng tỷ lệ 25%/mệnh giá (15% bằng cổ phiếu và 10% tiền mặt).
MBB	Ngân hàng	78,891	3,332	11,568,720	4.5	15%	MBB ghi nhận thu nhập lãi thuần và LNTT là 36,023 tỷ đồng (+37.5% CK) và 22,729 tỷ đồng (+37.5% CK) trong 2022.
STB	Ngân hàng	46,753	1,974	18,159,467	9.3	48%	STB ghi nhận thu nhập lãi thuần và LNTT đạt 17,147 tỷ đồng (+43% CK) và 6,339 tỷ đồng (+44% CK) trong 2023. Đáng chú ý, chất lượng tài sản được cải thiện mạnh mẽ, trong đó tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1.47% xuống 0.98%.
TPB	Ngân hàng	34,482	1,456	5,635,984	5.5	29%	TPB ghi nhận thu nhập lãi thuần và LNTT đạt 11,387 tỷ đồng (+14.5% CK) và 7,828 tỷ đồng (+29.6% CK).
LPB	Ngân hàng	25,591	1,081	11,117,685	5.2	18%	LPB ghi nhận thu nhập lãi thuần và LNST đạt 11,900 tỷ đồng (+32% CK) và 4,510 tỷ đồng (+57% CK).



## Phụ lục – Danh mục theo dõi (tt.)

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa (triệu USD)	KLBO 12T	P/E	Tăng trưởng EPS (CK/12T)	Thông tin cập nhật
KBC	Khu công nghiệp	17,041	720	6,241,595	11.0	49%	KBC thông báo mua lại toàn bộ lô trái phiếu giá trị 1,000 tỷ đồng (KBCH2123002) trước hạn vào ngày 05/04/2023 (sớm hơn 2 tháng so với ngày đáo hạn).
VGC	Khu công nghiệp	13,899	587	1,117,632	8.0	41%	Năm 2023, VGC đặt kế hoạch 16,000 tỷ đồng doanh thu hợp nhất, tăng 10% so với năm 2022. Tuy nhiên, lãi trước thuế dự kiến giảm 44%, xuống còn 1,300 tỷ đồng. Công ty giữ mức chia cổ tức như năm 2022 là 20% (2,000 đồng/cp).
REE	Tiện ích	23,812	1,006	870,729	8.8	27%	Trong báo cáo thường niên 2022, REE dự kiến mục tiêu doanh thu và lợi nhuận ròng 2023 lần lượt là 10,962 tỷ đồng và 2,700 tỷ đồng, tương ứng tăng 17% và 0.3% so với năm 2022.
DPM	Phân bón	13,168	556	3,371,212	2.4	79%	Dù đi kết quả kinh doanh đi lùi trong Q4/2022, DPM vẫn đạt mức lợi nhuận kỷ lục trong năm 2022. DPM ghi nhận doanh thu thuần 18,627 tỷ đồng và LNST là 5,564 tỷ đồng, lần lượt tăng 46% và 79% so với cùng kỳ trong 2022. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi giá phân bón và nhu cầu tăng mạnh sau cuộc xung đột Nga-Ukraine.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Danh mục theo dõi được lựa chọn theo các tiêu chí:

- 1) Vốn hóa > 10,000 tỷ đồng
- 2) Khối lượng giao dịch bình quân 12T > 500,000 CP
- 3) P/E hiện tại < P/E VNIndex
- 4) Tăng trưởng EPS 12T gần nhất > Bình quân VN-Index



# Phụ lục

## Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vì phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from Sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.